

**Wirkungen und Probleme der Refinanzierung
Amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt
in Phasen restriktiver Geldpolitik**

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Würde eines Doktors
der Wirtschaftswissenschaften
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Albert-Ludwig-Universität
Freiburg im Breisgau

vorgelegt von
Diplom-Volkswirt
Georg Mall
aus Pforzheim

1981

Verlagsgesellschaft und Verlagsanstalt für
Amerikanische Studien und Dokumentation
in Frankfurt am Main, Germany

Digitized by the Internet Archive
in 2026

**Wirkungen und Probleme der Refinanzierung
Amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt
in Phasen restriktiver Geldpolitik**

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Würde eines Doktors
der Wirtschaftswissenschaften
der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Albert-Ludwig-Universität
Freiburg im Breisgau

vorgelegt von
Diplom-Volkswirt
Georg Mall
aus Pforzheim

1981



Dekan: Prof. Dr. H.-J. Brink
Referent: Prof. Dr. A. Oberhauser
Korreferent: Prof. Dr. J.H. Müller

Die Gutachter wurden durch die Fakultät bestimmt.

Mündliche Prüfung: 13./14. Juli 1981

GLIEDERUNG

	Seite
VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN	5
VERZEICHNIS DER TABELLEN	6
I. EINLEITUNG	7
II. DEFINITION UND FUNKTIONSWEISE DES EURODOLLAR-MARKTES	12
1. Die Definition des Eurodollarmarktes	12
a. Definitionskriterien des Eurodollars	12
α. Die Definition des Eurodollars	12
β. Die Eurodollar-Definition der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)	14
2. Die Funktionsweise des Eurodollarmarktes	16
a. Die Entstehung und die Verwendung der Eurodollar	16
α. Die Entstehung	16
β. Die Verwendung	19
b. Die Analyse der Refinanzierung amerikanischer Banken	23
3. Die Geldschöpfung am Eurodollarmarkt	26
a. Die Voraussetzungen für die Geldschöpfung am Eurodollarmarkt	26
b. Die Bedeutung der Geldschöpfung	30
c. Der Einfluß der Refinanzierung amerikanischer Banken auf die Geldschöpfung am Eurodollar-markt	33
III. DAS WACHSTUM DES EURODOLLARMARKTES UND SEINE BEDEUTUNG FÜR DIE AMERIKANISCHEN BANKEN	38
1. Die Ursachen für die Entstehung des Eurodollarmarktes	38
a. Die Entstehung des Eurodollarmarktes	38
b. Das Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz	42
c. Kreditpolitische Maßnahmen und Steuergesetze in den Vereinigten Staaten	43

	Seite
d. Die unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten und in Europa	45
e. Die Rolle der amerikanischen Banken bei der Entstehung des Eurodollarmarktes	46
2. Die Geschäftstätigkeiten amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt in den Jahren 1965 - 1971	49
a. Die Auswirkungen der restriktiven kreditpolitischen Maßnahmen der Fed auf die Liquidität der amerikanischen Geschäftsbanken	49
α. Die Bedeutung der Negotiable Time Certificates of Deposits (CD's)	49
β. Die geldpolitischen Auswirkungen der Regulation Q	51
γ. Die Umschichtungen von Termineinlagen zu Sichteinlagen	54
b. Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt als Antwort auf die restriktive Geld- und Kreditpolitik der Fed	55
α. Eurodollarkredite zur Verringerung der Mindestreservebelastungen	55
β. Die Entwicklung der Eurodollarkreditaufnahme amerikanischer Banken in den Jahren 1965 - 1969	61
γ. Die Determinanten der Verschuldung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt	66
c. Kreditpolitische Maßnahmen der Fed zur Einschränkung der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt	74
d. Ursachen und Auswirkungen des Abbaus der Eurodollarschulden amerikanischer Geschäftsbanken in den Jahren 1970 bis 1971	76
3. Die Entwicklung des Eurodollarmarktes und seine Bedeutung für die amerikanischen Banken nach dem Jahre 1971	81
a. Das Wachstum des Eurodollarmarktes	81
b. Die Aufhebung der Mindestreserve für die Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken zwischen August 1978 und Oktober 1979	97
c. Die Rolle der amerikanischen Geschäftsbanken	100

	Seite
IV. DIE WIRKUNGEN DER REFINANZIERUNG AMERIKANISCHER BANKEN AM EURODOLLARMARKT AUF DIE GELD- UND ZAHLUNGSBILANZPOLITIK DER VEREINIGTEN STAATEN	103
1. Die Wirkungen der Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken auf die Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B und die Bankenliquidität in den Vereinigten Staaten	104
a. Der Abzug amerikanischer Guthaben und die Wiederanlage bei den Eurobanken	105
b. Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt	106
c. Die Wirkungen von Mindestreserven für die Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken	112
d. Analyse des Mittelkreislaufes von den Vereinigten Staaten zum Eurodollarmarkt und zurück	113
e. Der Einfluß der Eurodollar-Transaktionen auf den amerikanischen Geldschöpfungsmultiplikator	121
f. Die Bedeutung der Herkunft der Eurodollars für die Geldmenge und die Bankenliquidität	127
2. Die Wirkungen auf das Zinsniveau in den Vereinigten Staaten	129
a. Zusätzliche Bankenliquidität	129
b. Die Bedeutung der Herkunft der Eurodollars für das amerikanische Zinsniveau	131
3. Der Interbankenwettbewerb und die gleichmäßige Durchsetzung restriktiver geldpolitischer Maßnahmen	133
4. Die Währungs- und Zahlungsbilanzpolitik in den Vereinigten Staaten	139
a. Analyse der Markttransaktionen	139
b. Die Refinanzierung der amerikanischen Banken	141
c. Die Rückzahlung der Eurodollarkredite	145
d. Die Verringerung der Mindestreserven für die Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken als währungspolitische Maßnahme	146
V. ZUSAMMENFASSUNG	149
LITERATURVERZEICHNIS	153

VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN

	Seite
Abb.1: Die Entstehung der Eurodollars.	17
Abb.2: Die Entstehung der Eurodollars bei Beteiligung einer Zentralbank	18
Abb.3: Interbankenverkehr am Eurodollarmarkt	20
Abb.4: Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt	24
Abb.5: Verbuchung der Eurodollarkredite vor der Verrechnung bei der Clearingbank	59
Abb.6: Verbuchung der Eurodollarkredite nach der Verrechnung bei der Clearingbank	60
Abb.7: Die Auswirkungen der Eurodollarkreditaufnahme	108
Abb.8: Die Auswirkungen bei Termineinlagen	110
Abb.9: Die Auswirkungen einer Veränderung der Zusammensetzung der gesamten Einlagen	111
Abb.10: Auswirkungen einer 20%igen Mindestreserve	112
Abb.11: Die Refinanzierung amerikanischer Banken bei Umschichtung von CD's in Eurodollarguthaben (Januar - Juni 1979)	119

VERZEICHNIS DER TABELLEN

	Seite
Tab.1: Maximale Zinsrate für "Negotiable Certificates of Deposits of 100 000 Dollar or more"	52
Tab.2: Ober- und Untergrenzen der Zinsraten für bestimmte Geldmarktpapiere	52
Tab.3: Summe der "Negotiable Certificates of Deposits of 100 000 Dollar or more" der "Large weekly Reporting Commercial Banks"	53
Tab.4: Summe der "Liabilities of United States Banks to Their Foreign Branches"	66
Tab.5: Dollarpositionen der berichtenden euro- päischen Banken gegenüber den Vereinigten Staaten	95
Tab.6: Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den USA	96
Tab.7: Die effektiven Kosten der CD's und Eurodollars für amerikanische Banken, die Summe der CD's und der Eurodollarguthaben amerikanischer Nicht- Banken und die Summe der Nettokreditaufnahme amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt	98
Tab.8: Zahlungsbilanzwirkungen der Eurodollarströme 1969	142

I. EINLEITUNG

Der zunehmende internationale Kapitalverkehr kurzfristiger Gelder und die internationalen Bankgeschäfte hatten in den letzten Jahrzehnten erhebliche destabilisierende Auswirkungen auf die nationale Geldpolitik und die internationale Währungspolitik. Als Hauptstörungsquelle wird hierbei der Eurodollarmarkt¹⁾ angesehen. Eine Analyse dieses Marktes ist daher für das Verständnis internationaler geld- und währungspolitischer Probleme von erheblicher Bedeutung. Dabei wird deutlich, daß der Eurodollarmarkt nicht nur als Ursache dieser Probleme, sondern auch als Antwort der am internationalen Geld- und Warenverkehr beteiligten Wirtschaftssubjekte auf die unterschiedlichen nationalen Kreditrestriktionen anzusehen ist. Eine wesentliche Ursache der destabilisierenden Auswirkungen internationaler Kapitalströme kann daher auch in den verschiedenartigen und sich oftmals widersprechenden Maßnahmen der Geld- und Währungspolitik der einzelnen Zentralbanken gesehen werden.

Zu den weltwirtschaftlichen Auswirkungen des wachsenden internationalen Bankgeschäfts und dessen Einfluß auf die Fähigkeit der nationalen Behörden, die Liquidität in ihren Volkswirtschaften zu kontrollieren, stellten die Zentralbankgouverneure der wichtigsten westlichen Industrieländer im Sommer 1979 - unter anderem - fest:

"Was den Zusammenhang zwischen dem internationalen Bankensystem und einer effizienten Währungspolitik in den einzelnen Ländern angeht, so wurde die Autonomie der nationalen Geldpolitik mit der Erleichterung internationaler Kapitalbewegungen durch den Euromarkt tendenziell eingeschränkt. Mehrere Länder sehen sich imstande, den Hinder-

1) Als Synonyme werden in der Literatur auch Eurogeldmarkt, Eurodevisenmarkt, Eurowährungsmarkt, Auslandsmarkt und Währungsaußenmarkt für Dollar verwendet. Als Eurodollars werden Dollarguthaben bei nichtamerikanischen Banken bezeichnet. Der Euro-Dollar-Kapitalmarkt oder Eurobondmarkt sowie andere Euro-Währungsmärkte werden in dieser Arbeit nicht behandelt.

nissen, die der Markt ihrer Bewegungsfreiheit in diesem Bereich entgegenstellt, durch Einschränkung des Kapitalverkehrs mit dem Ausland oder durch eine flexible Wechselkurspolitik zu begegnen. Ganz anders ist jedoch die Lage jener Länder, in denen keine Beschränkungen des Kapitalverkehrs bestehen, deren Währungen in bedeutendem Umfange am Euromarkt verwendet werden und in denen der Einsatz unverzinslicher Mindestreserven auf Bankeinlagen die inländischen Kreditinstitute gegenüber dem Euromarkt kostenmäßig benachteiligt. In diesen Ländern können Gebietsansässige die geldpolitischen Maßnahmen in Restriktionsphasen über den Euromarkt ihrer eigenen Währung teilweise unterlaufen, ohne ein Wechselkursrisiko einzugehen. Gegenwärtig dürfte sich dieses Problem hauptsächlich für Deutschland und die USA, in Zukunft womöglich auch für einige andere Länder stellen." 1)

Für die USA zeigte sich dieses Problem in den Jahren 1966 bis 1970, 1978 und 1979, als sich die amerikanischen Banken in nennenswertem Umfange am Eurodollarmarkt refinanzierten, um den restriktiven geldpolitischen Maßnahmen der Fed²⁾ zu entgehen.

In der vorliegenden Arbeit sollen die Auswirkungen der Refinanzierung der amerikanischen Banken am Eurodollarmarkt in ihrer Landeswährung für die Geld- und Kreditpolitik in den USA herausgearbeitet werden. In der mir bekannten Literatur wird zwar der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt besondere Beachtung geschenkt, aber stets unter dem Gesichtspunkt, wie die amerikanischen Banken auf die Kreditrestriktionen der Fed reagieren. Die umgekehrte Fragestellung, welche Auswirkungen die Refinanzierung am Eurodollarmarkt für die restriktive Geldpolitik der Fed hat, wird dagegen eher beiläufig erwähnt. Ich bin jedoch der Meinung, daß dieser Fragestellung eine ebenso große Bedeutung zukommt.

1) Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), 50.Jahresbericht: 1.April 1979 - 31.März 1980. (Basel: 1980) S.122. Im folgenden zitiert als: BIZ, n.Jahresbericht, 19../19..

2) Dies ist die übliche Abkürzung für das Federal Reserve System in den Vereinigten Staaten. Die Fed ist die Zentralbank in den USA und besteht aus drei Organisationsstufen:

1. Die Federal Reserve Board of Governors
2. 12 Federal Reserve Banken mit 24 Filialen
3. ca. 6000 Mitgliedsbanken.

Vgl. Ralph A.Young, Instruments of Monetary Policy in the United States: The Role of the Federal Reserve System (Washington: International Monetary Fund, 1973), S.20.

Erst ab dem Jahr 1965 begannen die amerikanischen Banken, sich nennenswert am Eurodollarmarkt zu engagieren, obgleich dieser Geldmarkt schon vorher existierte. Eurodollars wurden vor dieser Zeit nur in relativ geringen Mengen von den europäischen Zweigstellen amerikanischer Banken an ihre Zentralen in den Vereinigten Staaten überwiesen.

Die Hauptursache für das wachsende Interesse der amerikanischen Banken war die restriktive Geldpolitik der Fed, die die Kreditkonditionen in den Vereinigten Staaten so verschärfte, daß die Banken veranlaßt wurden, sich neue Liquiditätsquellen zu erschließen. Als eine Refinanzierungsmöglichkeit gewann dabei der Eurodollarmarkt immer dann an Bedeutung, wenn diese Verschuldung nicht mindestreservepflichtig war. Dabei war die Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars zeitweise relativ zinsunempfindlich, wenn es den Banken vor allem darum ging, ihr Kreditvolumen aufrechterhalten und ausdehnen zu können.

Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führte zu neuen geld- und währungspolitischen Problemen. Einerseits ergaben sich für die restriktive Geldpolitik der Fed neue Gesichtspunkte, andererseits führte die Nachfragesteigerung am Eurodollarmarkt zu einem ungewöhnlichen Zinsanstieg und berührte dadurch die geldpolitischen Interessen verschiedener europäischer Zentralbanken.

Aus den bisherigen Ausführungen ergeben sich folgende Fragenkomplexe:

1. Welche geldpolitischen Rahmenbedingungen führen dazu, daß sich amerikanische Geschäftsbanken in nennenswertem Umfang am Eurodollarmarkt als Schuldner engagieren?
2. Welche Auswirkungen hat diese Verschuldung für die amerikanische Geldpolitik?
3. Welche Konsequenzen ergeben sich für die amerikanische Zahlungsbilanzpolitik?

Vor diesem Hintergrund ergibt sich folgender Aufbau: Nach der Einleitung soll im zweiten Kapitel untersucht werden, wie die Refinanzierung amerikanischer Banken zu verstehen ist. Da der Eurodollarmarkt in seiner theoretischen Einschätzung in der Literatur ausführlich behandelt wird, werden hier nur diejenigen Gesichtspunkte herausgearbeitet, die für das Verständnis der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt notwendig sind.

Im dritten Kapitel sollen das Wachstum des Eurodollarmarktes und seine Bedeutung für die amerikanischen Banken beschrieben werden. Die Entwicklung der Geschäftstätigkeit amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt läßt sich in drei Abschnitte einteilen.

Im ersten Abschnitt wird die Bedeutung amerikanischer Banken bei der Entstehung des Eurodollarmarktes untersucht.

Im zweiten Abschnitt wird das Verhalten der amerikanischen Banken in den Jahren 1965 bis 1970 beschrieben. In dieser Periode "entdeckten" die Banken den Eurodollarmarkt als Refinanzierungsquelle, um den Auswirkungen der in dieser Zeit herrschenden restriktiven Geld- und Kreditpolitik der Fed zu entgehen. Die Nachfrage am Eurodollarmarkt wurde in diesem Zeitabschnitt im wesentlichen von den amerikanischen Banken getragen.

Der dritte Abschnitt dieses Kapitels soll das Engagement amerikanischer Geschäftsbanken am Eurodollarmarkt nach dem Jahre 1971 untersuchen. Dabei soll besonders auf die Jahre 1978 und 1979 eingegangen werden, als die amerikanischen Banken insgesamt erneut als Nettoschuldner am Eurodollarmarkt auftraten. Auf die Verschiebungen der Angebots- und Nachfragegruppen am Eurodollarmarkt und die große Bedeutung des Eurodollarmarktes als Finanzmarkt für Ostblockländer, Entwicklungsländer und Länder der OPEC wird nur hingewiesen werden.

Im vierten Kapitel sollen Auswirkungen der Eurodollar-kredite amerikanischer Banken auf die Effizienz der amerikanischen Geld- und Zahlungsbilanzpolitik herausgearbeitet werden.

Im einzelnen wird diskutiert, inwiefern die Bankenliquidität und die Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B durch die Verschuldung am Eurodollarmarkt berührt werden. Es wird untersucht, wie die Zinsraten in den Vereinigten Staaten durch die Refinanzierung amerikanischer Banken beeinflusst werden. Von Interesse sind auch die Auswirkungen auf den Interbanken-Wettbewerb und auf die Durchsetzung der Geldpolitik. Zuletzt werden die Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten und den Wechselkurs des Dollars analysiert.

Abschließend wird im fünften Kapitel eine Zusammenfassung gegeben und auf die Frage eingegangen, wie die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt als Antwort auf eine restriktive Geldpolitik einzuschätzen ist.

II. DEFINITION UND FUNKTIONSWEISE DES EURODOLLARMARKTES

1. Die Definition des Eurodollarmarktes

a. Definitionskriterien des Eurodollars

α. Die Definition des Eurodollars

Eurogelder sind Guthaben bei Banken anderer Länder als denen, in denen die Währung - auf die die Guthaben lauten - als offizielles Zahlungsmittel gilt¹⁾. Daher sind alle Dollarguthaben bei Banken außerhalb der Vereinigten Staaten Eurodollarguthaben.

Zwar nennt Machlup nur Dollarguthaben bei europäischen Banken Eurodollars und schlägt vor, Dollarguthaben außerhalb Europas und der Vereinigten Staaten "... external dollars, gypsy dollars, or expatriate dollars, but no Eurodollars except if they are Euro-Dollars"²⁾ zu nennen. Im Gegensatz zu Machlup werden in dieser Arbeit unter Eurodollars sämtliche Dollarguthaben bei nichtamerikanischen Banken verstanden. Für eine andere Definition gibt es keine inhaltliche, sondern lediglich formale Überlegungen. Sämtliche Dollarguthaben bei nichtamerikanischen Banken sind Teil eines Finanz- und Geldmarktes, des Eurodollarmarktes³⁾.

1) Vgl. Wolf Schäfer, "Grundzüge des Euro-Geldmarktes", Das Wirtschaftsstudium, 3, Nr. 3 (März 1974), S.111.

2) Fritz Machlup, "The Magicians and Their Rabbits", Morgan Guaranty Survey (Mai 1971), S.4.

3) Nichtamerikanische Banken, die Dollareinlagen annehmen, sind nicht nur auf Europa beschränkt, sondern in Staaten auf der ganzen Welt zu finden, deren Bankgesetze wenig restriktiv sind. Ursprünglich akzeptierten nur einige europäische Banken Dollareinlagen. Als sich der Eurodollarmarkt entwickelte, versuchten alle größeren Banken in der Welt - einschließlich der Zweigstellen amerikanischer Banken - an diesem Markt teilzuhaben. An dieser Stelle soll nur der Asien-Dollarmarkt erwähnt werden, der Dollareinlagen bei Banken in Singapur umfaßt. Diese Dollareinlagen unterscheiden sich in nichts von Eurodollareinlagen. Vgl. S.A.Pandit, "The Asian Dollar and the Free Gold Markets in Singapore", Finance and Development, 8, Nr. 2 (Juni 1971), S.32-36. Da die Teilnehmer des Asien-Dollarmarktes und des Eurodollarmarktes in Europa weitgehend identisch sind, finden innerhalb der internationalen Banken, die auf beiden Teilmärkten agieren, ausgleichende Geldströme statt, so daß

Eurodollars sind Guthaben bei amerikanischen Banken, die von Banken außerhalb der Vereinigten Staaten, den Eurobanken¹⁾, durch Annahme von Dollareinlagen erworben und zur Kreditgewährung wieder verwendet werden. Eurodollars entstehen, wenn beispielsweise ein europäischer Exporteur seine auf Dollar lautenden Erträge nicht in die entsprechende inländische Währung umtauscht, sondern auf ein Dollarkonto bei einer Eurobank einbezahlt. Diese Bank erhält einen auf Dollar lautenden Scheck einer amerikanischen Bank. Der Exporteur erhält dafür ein verzinsliches Eurodollarterminguthaben, die Bank erhält die Verfügung über ein Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank.

Die Eurobank, die für das Dollarsichtguthaben bei einer amerikanischen Bank in der Regel keine Zinsen erhält, wird versuchen, diesen Dollarbetrag gegen Zinsen als Eurodollar-kredit weiterzuvermitteln. Am Eurodollarmarkt wird somit die Verfügung über Sichtguthaben bei amerikanischen Banken gehandelt.

Drei Begriffe bestimmen also die Definition des Eurodollars:

1. Als Eurodollars werden die Sichtguthaben amerikanischer Banken, die am Eurodollarmarkt gehandelt werden, bezeichnet.
2. Eurodollars sind die Dollar-Termineinlagen bei den Eurobanken.
3. Als Eurodollars werden die Eurodollarkredite bezeichnet.

./ größere Zinsunterschiede nicht bestehen können. Der Asien-Dollarmarkt kann daher als Teilmarkt des Eurodollarmarktes angesehen werden. Die Bezeichnung "Euro" läßt sich nur historisch erklären und könnte -korrekter- durch den Begriff "Markt für Fremdwährungs-Guthaben" ersetzt werden. Vgl. Gerd Junne, Der Eurogeldmarkt: Seine Bedeutung für Inflation und Inflationsbekämpfung (Frankfurt, New York, Campus, 1976), S. 22-24.

- 1) Die Bezeichnung "Eurobank" bedeutet, daß eine Bank Einlagen in fremder Währung akzeptiert und Kredite in fremder Währung gewährt. Daher werden die ausländischen Zweigstellen amerikanischer Banken als Eurobanken bezeichnet, auch wenn diese Zweigstellen mit Dollars handeln. Der Dollar ist für diese Zweigstellen eine Fremdwährung, da sie juristisch dem Geld- und Währungssystem des Gastlandes zuzurechnen sind; auch wenn sie faktisch nur die Interessen amerikanischer Zentralen vertreten.

- β. Die Eurodollar-Definition der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)¹⁾ definiert Eurodollar als Dollar, "... den eine außerhalb der Vereinigten Staaten befindliche Bank erworben und unmittelbar oder nach Umtausch in eine andere Valuta zur Kreditgewährung an einen Nichtbankenkunden verwendet hat, unter Umständen nach ein- oder mehrmaliger Placierung von Bank zu Bank."²⁾

Daraus leitet die BIZ zwei Aspekte ab: Erstens sind nicht alle Dollarverbindlichkeiten und Dollarforderungen der Banken als Eurodollar zu verstehen, da die Banken im Passivgeschäft auch Kreditlinien bei ihren amerikanischen Korrespondenzbanken in Anspruch nehmen und im Aktivgeschäft auch Dollars am Geldmarkt in den Vereinigten Staaten anbieten. Zweitens können Dollarguthaben nicht nur durch Dollareinlagen, sondern auch durch Umtausch einer anderen Währung entstanden sein. Daraus folgt, daß Eurodollars nicht ausschließlich als Dollareinlagen oder als Dollarforderungen definiert werden dürfen³⁾.

Da die statistischen Berechnungen der BIZ die wichtigste Quelle für Beurteilungen des Eurodollarmarktes in der Literatur ist, soll an dieser Stelle näher auf diese Definitionskriterien eingegangen werden.⁴⁾

Seit 1963 erstellt die BIZ in regelmäßigen Abständen Statistiken über den Eurodollarmarkt. Dabei werden nicht die Umsätze während einer Periode, sondern die Bestandsgrößen - Eurodollareinlagen und Eurodollarforderungen - jeweils zum Ende einer Periode betrachtet.

1) Vgl. zur Bedeutung der BIZ Frances Cairncross, "How the BIS works", Euromoney, 2, Nr.3 (März 1970), S.9-13.

2) BIZ, 34.Jahresbericht, 1963/1964, S.142.

3) Vgl. ibid., S.142f.

4) Zur Problematik der statistischen Messung des Eurodollarovolumens vgl. Paul Einzig, "The BIS and Eurodollars", Euromoney, 2, Nr.7 (July 1970), S.58-60; Ronald J. McKinnon, The Eurocurrency market, Essay's in international finance, Nr.125 (Princeton N.J.: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1977), S.14-16; Raymond F. Mikesell, "Measuring the Size of the Eurodollar market", Euromoney, 1, Nr.10 (Oktober 1969), S.46-49.

Die BIZ unterscheidet zwischen Brutto- und Nettovolumen des Eurodollarmarktes. Die Bruttositionen beinhalten sämtliche Geschäfte der berichtenden Banken in Dollar. Hier werden auch solche Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Wirtschaftssubjekten in den Vereinigten Staaten erfaßt, die nicht auf Eurodollargeschäfte zurückgehen müssen. Doppelzählungen, die auf Transaktionen aus den Interbankgeschäften zurückzuführen sind, werden nicht eliminiert. Das geschätzte Nettovolumen beinhaltet diese beiden Faktoren nicht mehr und wird daher als ein der Wirklichkeit angenähertes Bild von der Höhe des Kreditangebotes für letzte Kreditnehmer angesehen¹⁾.

Für die BIZ sind Dollarguthaben nur dann Eurodollars, wenn diese Guthaben von den Eurobanken nicht am amerikanischen Geldmarkt angelegt, sondern als Eurodollarkredite verwendet werden²⁾. Besonders zu Beginn der Entwicklung des Eurodollarmarktes haben nichtamerikanische Banken ihre Dollarbestände in erster Linie am amerikanischen Geldmarkt angelegt. Mit der Zunahme der Nachfrage nach Eurodollars und der Etablierung eines Eurodollarmarktes verlor diese Anlagemöglichkeit an Bedeutung.

Problematisch wird die Unterscheidung der BIZ bei der Wirkungsanalyse der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt. Es kann dabei kein Unterschied gesehen werden, ob Eurobanken Dollars am amerikanischen Geldmarkt anbieten oder ob amerikanische Geschäftsbanken bei Eurobanken Eurodollarkredite aufnehmen. Es ist somit fraglich, daß das Volumen des Eurodollarmarktes danach bestimmt wird, ob die Eurobanken diese Gelder am amerikanischen Geldmarkt anlegen oder ob sie sie direkt an die amerikanischen Banken weiterverleihen.

1) Vgl. BIZ, 35.Jahresbericht, 1964/1965, S.160-164.

2) Vgl. BIZ, 39.Jahresbericht, 1968/1969, S.162.

2. Die Funktionsweise des Eurodollarmarktes

a. Die Entstehung und die Verwendung der Eurodollar

α. Die Entstehung

Im allgemeinen kann jeder Besitzer eines Guthabens bei einer amerikanischen Bank ein Eurodollarguthaben schaffen, wenn er diese Guthaben an eine Eurobank überweist¹⁾. Dies soll anhand von zwei Beispielen illustriert werden:

Eurodollars entstehen, wenn ein amerikanisches Unternehmen seine Importe bei Europäern bezahlt. Das Unternehmen kann die entsprechende europäische Währung kaufen oder leihen und diese Mittel transferieren, oder es zahlt in der eigenen Währung, dem Dollar. Nur im letzten Fall ist eine Schaffung von Eurodollars möglich. Voraussetzung hierfür ist aber, daß der Empfänger diesen Betrag auf ein Dollarkonto bei einer nicht-amerikanischen Bank einbezahlt. Die Gründe, warum Europäer Dollarguthaben bei nichtamerikanischen Banken halten, bestehen in einer Risikominimierung bei sich verändernden Wechselkursen, noch zu zahlenden Verbindlichkeiten in Dollar oder Zinsvorteilen.

- 1) Auf die Entstehung von Eurodollars wird in einer Vielzahl von Publikationen eingegangen. Hier sollen die wichtigsten Artikel aufgeführt werden, die sich mit dieser Problematik befassen: Ernest Bloch, "Eurodollars: An Emerging International Money Market", C.J.Devine Institute of Finance, New York University The Bulletin, 39 (April 1966), S.6-19; Fritz Machlup, "Euro-Dollar Creation: A Mystery Story", Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review 94 (September 1970), S.219-260; Machlup, "The Magicians...", a.ä.O., S.3-9; Eric Williams, The Eurodollar Market, Economic Papers (Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland, 1970), S.13-18; E.Wayne Clendenning, The Euro-Dollar Market (Oxford: Clarendon Press, 1970), S.8-20; Fred Klopstock, "Money Creation in the Euro-Dollar Market - A Note on Professor Friedman's Views", Federal Reserve Bank of New York Monthly Review, 52, Nr.1 (Januar 1970), S.12-15; Milton Friedman, "The Eurodollar Market: Some First Principles", The Morgan Guaranty Survey (Oktober 1969), S.4-9; John Leimone, "The Euro-Dollar Market: An Element in Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Atlanta Monthly Review, 53, Nr.8 (August 1968), S.2-3; Joseph G. Kvasnicka, "Eurodollars - an important Source of funds for American Banks", Federal Reserve Bank of Chicago, Business Conditions, (Juni 1969), S.11-15; Alexander Swoboda, The Euro-dollar Market: An Interpretation, Essays in Inter-

Die Eurobank erhält durch die Annahme von Dollars ein Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank: Abbildung 1 zeigt diesen Vorgang in Kontenform.

Abb.1: Die Entstehung der Eurodollars

Amerikanisches Bankensystem		Eurobank	
	- Sichteinlagen eines amerikanischen Unternehmens	+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Eurodollareinlage
	+ Sichteinlagen der Eurobank		

Auch Zentralbanken können ihre Guthaben bei amerikanischen Banken auf europäische Banken übertragen.

-
- ./. national Finance, Nr.64 (Princeton: Princeton University, International Finance Section, 1968), S.30-34; Ira Scott, The Euro-dollar Market and Its Public Policy Implications, Economic Policies and Practices, Nr.12, Joint Economic Committee (Washington D.C.: Government Printing Office, 1970), S.7-12; Jane Little, "The Euro-dollar Market: Its Nature and Impact", Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review (Mai-Juni 1969), S.12-18.

Die Abbildung 2 zeigt eine Bilanzierung der entsprechenden Transaktionen bei Beteiligung einer Zentralbank.

Abb.2: Die Entstehung von Eurodollars bei Beteiligung einer Zentralbank

Amerikanisches Bankensystem		Eurobank	
	- Sichteinlage der Zentralbank + Sichteinlage der Eurobank	+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Eurodollareinlage einer ausländischen Zentralbank
Zentralbank			
Reserven:			
- Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank			
+ Eurodollarguthaben bei einer Eurobank			

Das amerikanische Bankensystem wird von diesem Vorgang nur insofern berührt, als ein Wechsel der Besitzer eines amerikanischen Sichtguthabens stattgefunden hat. In Europa wurde ein Eurodollarguthaben geschaffen.

g. Die Verwendung

Die Eurobank, die die Verfügung über ein Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank erhalten hat, zahlt für die Eurodollareinlagen Zinsen, da sie diese Mittel an andere Banken oder Kreditnehmer verleihen kann. Sie wird auch dann Dollareinlagen von Nicht-Banken annehmen, wenn sie keine direkte Verwendung für diese Mittel sieht, um ihre Marktstellung zu erhalten und um jederzeit an Zinsarbitragegeschäften verdienen zu können.

Die erhaltenen Mittel können an eine zweite Bank zu einem höheren Zinssatz verliehen werden, wobei diese Zinsdifferenz vom Risiko und von alternativen Verwendungsmöglichkeiten abhängt. Die zweite Bank leiht sich Eurodollars, z.B. weil sie eine profitablere Verwendungsmöglichkeit sieht. Diese Eurodollars-transaktionen zwischen den Banken finden aus ähnlichen Gründen statt, wie der Handel mit Zentralbankgeld an einem nationalen Geldmarkt. Allerdings werden Eurodollars gewöhnlich für eine längere Zeit ausgeliehen, als dies auf den Geldmärkten üblich ist. Daher sind diese Interbankentransaktionen eher mit kurzfristigen Krediten zwischen den Banken zu vergleichen als mit Verschuldungen auf dem Geldmarkt¹⁾.

"Bevor ein Betrag am Eurogeldmarkt von einem ersten Anleger an einen 'Letztschuldner' übertragen wird, wird er, soweit sich überhaupt die Verwendung eines bestimmten Betrages verfolgen läßt, in der Regel mehrmals von Bank zu Bank weitergegeben. Auf den Zwischenstufen der verschiedenen Interbank-Plazierungen werden dieselben Guthaben mit abgeänderter Fälligkeit und abgewandeltem Zinssatz weiterverliehen, wahrscheinlich aufgespalten und mit anderen Mitteln kombiniert, bis sie einen Endkreditnehmer erreichen, der die Mittel selbst nicht wieder ausleiht, sondern anders verwendet." 2)

1) Vgl. Scott, a.a.O., S. 8-9.

2) Junne, a.a.O., S. 73.

Dabei sind die Händlerbanken, die ständig auf beiden Seiten im Markt sind und auf Anfrage Zinssätze nennen, zu denen sie bereit sind, Kredite in den verschiedenen Währungen und zu verschiedenen Laufzeiten entgegenzunehmen oder zu erteilen, die eigentlichen Träger des Eurogeldmarktes, weil sie es er-

Diese Aktivitäten zwischen den Banken können als Zwischenstationen angesehen werden. Die Eurodollars werden am Eurodollarmarkt angeboten und an verschiedene Banken weitergegeben, bis sie als Eurodollarkredite an Nicht-Banken vergeben werden. Diese Transaktionen schließt die BIZ aus, wenn sie das Nettovolumen des Eurodollarmarktes bestimmt. Die Abbildung 3 soll diesen Prozeß in Kontenform illustrieren¹⁾.

Abb.3: Interbankenverkehr am Eurodollarmarkt

Amerikanisches Bankensystem		Eurobank A	
	- Sichteinlage eines amerikanischen Unternehmens	+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Eurodollareinlage des europäischen Anlegers
	wird zu	wird zu	
	+ Sichteinlage des europäischen Gläubigers	+ Kredit an die Eurobank B	
	dann		
	der Eurobank A		
	der Eurobank B		
	der Eurobank C		
Eurobank B		Eurobank C	
+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Verbindlichkeit bei der Eurobank A	+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Verbindlichkeit bei der Eurobank B
wird zu		wird zu	
+ Kredit an die Eurobank C		Eurodollarkredit	
Eurodollar-Kreditnehmer			
+ Eurodollarguthaben bei der Eurobank C	+ Eurodollarkredit von der Eurobank C		

./. möglichen, ohne Suche nach einem Geschäftspartner Gelder unterzubringen oder zu erhalten. Dabei ziehen diese Händlerbanken ihren Gewinn aus verschiedenen Arbitrage-Arten: z.B. der Fristenarbitrage, der Zinsarbitrage, der Risikoarbitrage und der Währungsarbitrage. Vgl. Junne, a.a.O., S.72f.

1) Vgl. Little, a.a.O., S.13.

Schlußbilanz¹⁾

Amerikanisches Bankensystem		Eurobanken A,B,C	
	- Sichteinlage eines amerikanischen Unternehmens	+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Eurodollar-einlage des europäischen Anlegers
	+ Sichteinlage des Eurodollar-Kreditnehmers	wird zu + Eurodollar-kredit	
Eurodollar-Kreditnehmer			
+ Sichtguthaben bei einer amerikanischen Bank	+ Eurodollar-kredit von der Eurobank C		

Hierzu wird angenommen, daß die Mittel ihren Ursprung in den Vereinigten Staaten haben und bei der Eurobank A deponiert werden. Die Eurobank A stellt die Mittel der Eurobank B zur Verfügung, die diese Mittel an die Eurobank C weiterverleiht. Die Eurobank C gewährt einen entsprechenden Eurodollarkredit an eine Nicht-Bank. Diese Geschäftstätigkeiten finden gewöhnlich mit geringen Reserven statt und begnügen sich mit einem geringfügigen Anstieg der Zinsrate bei jedem Einzelschritt.

Wie die Schlußbilanz der Abb.3 zeigt, wird der Interbankenverkehr auf dem Eurodollarmarkt durch das ursprüngliche Dollarguthaben in Europa ermöglicht. Es hängt davon ab, wie der Eurodollar-Kreditnehmer die Eurodollars verwendet, ob das ursprüngliche Eurodollarguthaben vernichtet wird. Dies ist der Fall, wenn der Kreditnehmer die Eurodollars in amerikanische Dollars umwandelt, indem er beispielsweise Importe aus den Vereinigten Staaten finanziert oder mit Eurodollars bezahlt, und der Empfänger diesen Betrag nicht mehr bei einer Eurobank anlegt. Das Dollarguthaben bleibt als "Geldbasis" des Eurodollarmarktes bestehen, wenn der Kreditnehmer die Eurodollars benutzt, um seine Schulden zu bezahlen, und sein Gläubiger diese Summe wieder auf einem Dollarkonto bei einer Eurobank anlegt.

1) Es wird angenommen, daß die Eurobanken keine Reserven halten.

Eine Eurobank, die die Verfügung über ein Sichtguthaben bei einer amerikanischen Geschäftsbank erhält und an eine andere Eurobank weiterverleiht, nimmt einen Aktivtausch vor. Die Aktiva und Passiva, die dabei entstehen, heben sich gegenseitig auf. Im Endeffekt bleibt nur das ursprüngliche Eurodollarguthaben im System und befindet sich beim Kreditnehmer. Gebraucht dieser die Mittel, so wird das Eurodollarguthaben vernichtet, wenn diese Mittel nicht wieder am Eurodollarmarkt angelegt werden. Im Interbankenverkehr wird lediglich die Kaufkraft des ursprünglichen Anlegers am Eurodollarmarkt zum Kreditnehmer transferiert. Theoretisch könnten diese Interbankentransaktionen ohne Ende fortgesetzt werden, wenn nicht kleine Reserven auf jeder Stufe gehalten werden, wodurch die Transaktionen zwischen den Banken ein Ende finden.

Um diese Reserven möglichst klein zu halten, versuchen die Eurobanken eine enge Beziehung zwischen der Fälligkeit ihrer Schulden und der Fälligkeit ihrer Kredite herzustellen. Die Reserven werden bei den amerikanischen Geschäftsbanken gehalten, um einerseits die Kosten für die Guthabenübertragungen - die im Rahmen der Aktivitäten der Eurobanken entstehen - zu ersetzen, und um andererseits kreditwürdig zu bleiben, wenn kurzfristig Dollars benötigt werden. Letzteres ist dann der Fall, wenn unvorhergesehen Mittel vom Eurodollarmarkt abgezogen werden¹⁾.

Darüber hinaus begrenzen die steigenden Zinsraten, die bei jeder Transaktion verlangt werden, die Anzahl der Stellen, über die die Eurodollars transferiert werden. Die Grenze ist diejenige Zinsrate, für die der letzte Kreditnehmer alternative Mittel finden kann.

1) Vgl.Scott,a.a.O.,S.9.

b. Die Analyse der Refinanzierung amerikanischer Banken

Eurodollarguthaben sind auch die Grundlage für Kredite der Eurobanken an amerikanische Banken. Eine amerikanische Bank, die Mittel zur Kreditvergabe in den Vereinigten Staaten benötigt, weist ihre europäische Zweigstelle an, eine bestimmte Eurodollarsumme aufzunehmen¹⁾. Die Zweigstelle kann hierfür die Dollareinlagen ihrer Kunden verwenden, sie kann diese Summe aber auch - insbesondere wenn sie relativ hoch ist und kurzfristig benötigt wird - am Interbanken-Eurodollarmarkt nachfragen²⁾. Die Summen, die auf diesem Markt gehandelt werden, bewegen sich in Einheiten von ca. 1 Mill.Dollar³⁾. Im zweiten Fall versucht die Zweigstelle, die gewünschte Eurodollarmenge über einen Händler zu beziehen.

Die Niederlassung, die die gewünschten Eurodollars erhalten hat, transferiert diese zu ihrer Zentrale in den Vereinigten Staaten. Die Verrechnung dieses Kredites erfolgt über das Clearing-System, wodurch sich die Liquiditätsreserven der Zentrale um die Summe des Eurodollarkredits vergrößern. Die Reserven derjenigen amerikanischen Bank, bei der das entsprechende Sichtguthaben der Eurobank gehalten wurde, reduzieren sich um die gleiche Summe. Die eine amerikanische Bank verliert Einlagen und Reserven, während die andere Bank, die den Eurodollarkredit aufnimmt, eine entsprechende Vermehrung ihrer Gesamtreserven erfährt.

Die Mindestreserven, die die verlierende Bank ursprünglich für die Sichteinlage der Eurobank gehalten hat, werden nun, da diese Einlage nicht mehr existiert, vorübergehend zu freien Reserven. Die Einlage, auf die sich diese Reserven bezogen,

1) Auch amerikanische Banken ohne Zweigstelle in Europa können Eurodollar-kredite direkt bei den Eurobanken aufnehmen. Auch diese Kredite waren mindestreservefrei. Jedoch haben die Zweigstellen einen besseren Zugang zum Eurodollarmarkt. "... it allows access to a much larger volume of funds than most banks can or would wish to secure through borrowings abroad. And only the larger banks in the U.S. have the credit standing that would enable them to obtain sizable balances from foreign banks." Fred H.Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks", Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, 7 (1968), S.80. Diese Banken haben im allgemeinen Niederlassungen in Europa.

2) Vgl.Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity...", a.a.O., S.72-80.

wird abgezogen und in eine Verbindlichkeit bei einer ausländischen Zweigstelle umgewandelt. Für diese bestanden zeitweise keine Mindestreservevorschriften. Eurodollarkredite führen zu einer Umverteilung der Reserven und der Bankkredite von den amerikanischen Banken mit Einlagen von Eurobanken zu den Banken, die sich am Eurodollarmarkt engagieren¹⁾.

Abbildung 4 stellt die Refinanzierung einer amerikanischen Bank auf dem Eurodollarmarkt in Kontenform dar.

Abb.4: Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt

Eurobanken		Europäische Niederlassung der amerikanischen Bank A	
(I) + Guthaben bei der Bank B	(I) + Eurodollareinlage	(II) + Guthaben bei der Bank B	(II) + Eurodollarkredit der Eurobanken
(II) + Kredit der europäischen Niederlassung der Bank A		(III) Kredit an die Zentrale (Bank A)	
Amerikanische Bank A		Amerikanische Bank B	
(III) + Guthaben bei der Bank B	(III) + Verbindlichkeit bei der europäischen Niederlassung der Bank A	(I) Aktiva und Reserven	(I) Einlage der Eurobanken
(IV) Freie Reserven		(IV) - Reserven (20% Mindestreserven 80% freie Reserven) oder (20% Mindestreserven 80% Kredite)	(II) Einlage der europäischen Niederlassung der Bank A (III) Einlage der Bank A (IV) - Einlage an Bank A

Es wird angenommen, daß keine Mindestreserven für Eurodollarkredite amerikanischer Banken verlangt werden, oder daß sich die Verschuldung im Rahmen der mindestreservefreien Basis bewegt. Mindestreservesatz für Sichteinlagen: 20%

1) Vgl. Andrew F. Brimmer, Euro-Dollar Flows And The Efficiency of U.S. Monetary Policy, (New York: New School for Social Research, 1969), S.4-6; Leimone, a.a.O., S.4; Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity...", a.a.O., S.79f.

Die Eurobanken erwerben eine Dollareinlage und gewinnen dadurch die Verfügung über ein Sichtguthaben bei der amerikanischen Bank B (siehe I). Die Eurobanken bieten dieses Guthaben am Interbankenmarkt an, wo es von der europäischen Niederlassung der amerikanischen Bank A nachgefragt wird.

Die Zweigstelle der amerikanischen Bank A verbucht den Eurodollarkredit auf der Passivseite und das Sichtguthaben der amerikanischen Bank B auf der Aktivseite (siehe II). Sie überträgt das Sichtguthaben bei der Bank B an ihre Zentrale, womit sie einen Aktivtausch vornimmt (siehe III). Dadurch werden die Reserven des Eurodollarmarktes - Sichtguthaben bei amerikanischen Banken - reduziert. Die Bank A kann nun über ein Sichtguthaben bei der Bank B verfügen. Auf der Passivseite hat sie eine Verbindlichkeit bei ihrer ausländischen Zweigstelle. Über das Clearing-System wird das Sichtguthaben bei der Bank B aufgelöst und der Bank A gutgeschrieben (siehe IV). Die Bank B, die Reserven verliert, muß ihre Kredite entsprechend einschränken oder Aktiva verkaufen, um ihre Bilanz wieder auszugleichen, wenn sie über keine freien Reserven verfügt. Die Bank A hat nun freie Reserven in Höhe des Eurodollarkredits, wenn sie keine Mindestreserven für Verbindlichkeiten bei ihrer ausländischen Niederlassung zu zahlen hat.

Als Nettoergebnis dieser Transaktionen werden Reserven und Aktiva, die vorher der Bank B zur Verfügung standen, nun bei Bank A zu freien Reserven. Die Bank A wird versuchen, ihre freien Reserven als Kredite zu vergeben und dadurch neue Sichtguthaben schaffen.

Die Verbindlichkeit, die durch die Refinanzierung am Eurodollarmarkt entstanden ist und nicht als Bankeinlage bezeichnet wird, wird auf der Passivseite der Bank A verbucht. Ausgeglichen wird dies zuerst durch freie Reserven, dann durch einen Anstieg der Kreditvergabe. Während sich die Kredite der Bank B aufgrund des Reserveverlustes verringern, expandieren die Kredite der Bank A.

Die kreditnehmenden Banken haben ein Interesse daran, nur solche Eurodollars aufzunehmen, die nicht durch Sichtguthaben der Eurobanken bei ihnen gedeckt sind¹⁾. Ein solcher Eurodollarkredit wäre weitgehend wertlos, da im Endergebnis nur die Reserven, die für die entsprechenden Sichtguthaben der Eurobanken gehalten werden, zur Verfügung stehen. Als Liquiditätsquelle wäre dies indiskutabel.

3. Die Geldschöpfung am Eurodollarmarkt

a. Die Voraussetzungen für die Geldschöpfung am Eurodollarmarkt

Das Problem, ob und in welchem Umfang am Eurodollarmarkt eine Geldschöpfung stattfindet, gehört zu den kontroversen Themen in der Literatur. Während sich in den letzten Jahren mehr und mehr die Einsicht durchsetzte, daß eine Geldschöpfung stattfindet, herrscht über die Höhe des Geldschöpfungsmultiplikators keine Einigkeit²⁾.

Die Wiederanlage der Bankkredite bei Banken des gleichen Geldsystems ist die Grundlage einer Kreditgeldschöpfung. Begrenzt wird die Geldschöpfung durch den Anteil an Bargeld und durch die Reservehaltung, bestehend aus Mindestreserven und freien Reserven. Am Eurodollarmarkt ist eine Kreditgeldschöpfung möglich, wenn der Kreditnehmer diese Mittel zur Zahlung seiner Verbindlichkeiten benutzt, und sie danach wieder am Eurodollarmarkt angelegt werden. Dies ist nicht der Fall, wenn beispielsweise Verbindlichkeiten in den Vereinigten Staaten bezahlt werden, oder wenn die Zahlungen in nationale Währungen umgewandelt werden, und die Zentralbanken, die diese Mittel erhalten, sie nicht wieder am Euro-

1) Vgl. Bloch, a.a.O., S. 21f.

2) Vgl. Wolf Dieter Zumpfort, Untersuchungen zum Wachstum des Eurodollarmarktes, Kieler Studien Nr. 142, hrsg. von Herbert Giersch (Tübingen: Mohr, 1977), S. 117-125; Junne, a.a.O., S. 104-109 und Literaturverzeichnis, S. 231-233.

dollarmarkt anlegen. Dies führt zu einem Reservenabfluß aus dem Eurodollarmarkt und zu einer Beschränkung der Geldschöpfung. Auch die Refinanzierung amerikanischer Banken verringert eine Geldschöpfung am Eurodollarmarkt, da diese Mittel nicht mehr am Eurodollarmarkt angelegt, sondern innerhalb des amerikanischen Geldsystems verwendet werden.

Bei einem nationalen Geldsystem sind Abflüsse relativ klein und können meistens befriedigend vorhergesehen werden. Beim Eurodollarmarkt sind diese Abflüsse relativ groß und kaum vorherbestimmbar. Besonders zu Anfang fand kaum eine Geldschöpfung statt, da der Eurodollarmarkt in erster Linie dazu diente, Mittel zur Finanzierung amerikanischer Exporte anzubieten. Darüber hinaus wurden Dollars benötigt, weil diese problemlos in die Währung, die der Kreditnehmer benötigte, umgetauscht werden konnten.

Nach der Konsolidierung des Eurodollarmarktes wurde jedoch der Eurodollar in zunehmendem Maße als Zahlungsmittel akzeptiert. Nun genügte die Möglichkeit, Eurodollars in nationale Währungen umtauschen oder zum Ausgleich amerikanischer Forderungen verwenden zu können. Darüber hinaus erhielten die nichtamerikanischen Zentralbanken im Rahmen ihrer Währungspolitik so hohe Dollarbestände, daß für sie eine Anlage am Eurodollarmarkt sinnvoll erschien. Daher wurden in zunehmendem Maße Zahlungen in Eurodollars geleistet, die von den Empfängern wieder am Eurodollarmarkt angelegt wurden. Obgleich der Eurodollarmarkt nicht mit einem relativ geschlossenen nationalen Geldsystem verglichen werden kann, verringerte sich der Reservenabfluß zunehmend.

Eine weitere Einschränkung der Geldschöpfung ist in der Reservehaltung der Eurobanken zu sehen. Da es keine Mindestreserveregelung für Eurodollareinlagen gibt, werden Reserven in erster Linie aus ablauftechnischen Gründen gehalten. Risikoüberlegungen spielen eine geringere Rolle, da der Devisenmarkt es den Eurobanken ermöglicht, Dollars jederzeit ohne größere Schwierigkeiten zu erhalten.

Die Reserven, die die Eurobanken für Eurodollarguthaben halten, sind daher relativ niedrig. Die Eurobanken versuchen, diesen Reservesatz zu minimieren, indem sie die Fälligkeiten ihrer Eurodollarguthaben und ihrer Eurodollarkredite in Übereinstimmung bringen. Auf eine gewisse Reservehaltung kann aber aus Liquiditätsüberlegungen und um die Gebühren bei den amerikanischen Banken zu bezahlen, nicht verzichtet werden. Die Reserverate bewegt sich dabei zwischen 1 und 5%¹⁾.

Die gehaltenen Reserven werden auch durch die Anzahl der Banken bestimmt, die im Rahmen der Interbankenverschuldung das ursprüngliche Dollarguthaben an den letzten Kreditnehmer weiterleiten. Auf jeder Stufe wird ein bestimmter Teil des ursprünglichen Eurodollarguthabens als Reserve gehalten, so daß der Reservesatz insgesamt größer wird. Dies verringert das Ausmaß der Geldschöpfung.

Über die Zahl der Banken, die als Zwischenstationen beteiligt sind, sind nur wenig Informationen verfügbar. Annäherungsweise kann dies aus der Zinsdifferenz zwischen den Zinsen für Eurodollarguthaben und Eurodollarkrediten abgeleitet werden. Eine Zinsdifferenz von 1/8% oder weniger genügt den Eurobanken, um sich am Interbankenverkehr zu beteiligen²⁾. Wenn eine Zinsdifferenz von 1/2% zwischen Eurodollareinlagen und Eurodollarkrediten angenommen wird, ergeben sich drei mögliche Zwischenkredite bis zum letzten Kreditnehmer.

-
- 1) Vgl. Williams, a.a.O., S.16; Scott, a.a.O., S.10; Little, a.a.O., S.14-16; Fred Klopstock, The Eurodollar Market: Some Unresolved Issues, Essays in International Finance, Nr.65 (Princeton: Princeton University Press, 1968), S.6f; Klopstock, "Money Creation...", a.a.O., S.14.
 - 2) Vgl. Philip Saunders, "American Banks in London's Eurodollar Market", National Banking Review, 4, Nr.1 (September 1966), S.23; Paul Einzig, The Eurodollar System (London, MacMillan and Co., 1970), S.73.

Würde auf jede Reservehaltung verzichtet und würden die Eurodollarkredite grundsätzlich wieder am Eurodollarmarkt angelegt, so könnte der Kreditgeldschöpfungsmultiplikator unendlich groß werden. Dies ist unrealistisch; die Entwicklung des Eurodollarmarktes und die verbesserte Marktstruktur führen jedoch in zunehmendem Maße zu einer geringeren Reservehaltung der Eurobanken, während andererseits der Markt für Besitzer von Dollarguthaben attraktiver wird. Dies führt tendenziell zu einer Erhöhung der Geldschöpfung.

Zwischen einem nationalen Geldsystem und dem Eurodollarmarkt bestehen daher bei der Kreditgeldschöpfung zwei wesentliche Unterschiede: Erstens sind die Abflüsse aus dem Eurodollarmarkt relativ hoch und unvorhersehbar, während die Abflüsse aus einem nationalen Geldsystem im allgemeinen relativ klein und vorhersehbar sind. Zweitens besteht die "Geldbasis" des Eurodollarmarktes aus dem Buchgeld des amerikanischen Geldsystems. Die Geldschöpfung des Eurodollarmarktes hängt von diesen zwei Faktoren ab, und kann von den Eurobanken nur bis zu einem gewissen Grade bestimmt werden. Sie können die Reserven dadurch erwerben, daß sie andere Währungen in Dollars auf den internationalen Währungsmärkten umtauschen, oder daß sie die Eurodollarguthaben für Dollarbesitzer besonders attraktiv machen. Die Abflüsse können sie dadurch reduzieren, daß sie den Wert der Eurodollarguthaben für ihre Besitzer vergrößern. Dies können eine höhere Zinsrate und eine bessere Verfügbarkeit über diese Guthaben sein.

b. Die Bedeutung der Geldschöpfung

Verschiedene Autoren versuchen, den Wert des Geldschöpfungsmultiplikators am Eurodollarmarkt zu bestimmen¹⁾.

Klopstock schreibt, daß der Multiplikator zwischen 1,5 und 1,9 variiert, allerdings ohne nähere Berechnungen anzugeben²⁾. Er geht davon aus, daß der Zyklus der Wiederanlage und Kreditgewährung schnell abbricht, da die Refinanzierung amerikanischer Banken Reservemittel aus dem Eurodollarmarkt abzieht.

Im Gegensatz zu Klopstock nahmen G.Bell³⁾ und M.Friedman⁴⁾ an, daß der Geldschöpfungsmultiplikator des Eurodollarmarktes wesentlich über 2 hinausgeht. Dies bedeutet, daß für jeden Dollar, der am Eurodollarmarkt angelegt wird, mehr als ein zusätzlicher Eurodollar geschaffen werden kann. Friedman sieht dabei die Möglichkeit eines Multiplikators größer als 10, während Bell die Grenze bei ca. 10 ansetzt. Friedman und

1) Vgl. Zumpfort, a.a.O., Fußnoten auf S.121 und 123. Die Schätzwerte reichen von weniger als 1 bis 18,45. Vgl. Jürg Niehans und John Hewson, "The Eurodollar Market and Monetary Theorie", Journal of Money, Credit and Banking, 8 (Februar 1976), S.1.

2) Vgl. Klopstock, The Eurodollar Market..., a.a.O., S.8.

3) Vgl. Geoffrey Bell, "Credit Creation Through Eurodollars?" The Banker, 114 (August 1964), S.497f.

4) Vgl. Friedman, a.a.O., S.9f.

Bell glauben, daß es am Eurodollarmarkt kaum Reserven für Eurodollarguthaben gibt und die Wiederanlage in den meisten Fällen als gegeben angenommen werden kann. Dagegen erklärt Klopstock den Anstieg der Eurodollarguthaben bis zum Jahre 1968 damit, daß das Wachstum weniger auf die Kreditschöpfung als vielmehr auf die Attraktivität dieser Anlagemöglichkeit zurückzuführen ist. Nach seiner Ansicht haben in diesen Jahren die Eurobanken große Summen von den verschiedenen nationalen Geld- und Kreditmärkten abgezogen¹⁾.

Die Auseinandersetzung zwischen Friedman und Klopstock über die "Menge der Tinte im Federhalter der Eurodollarbuchhalter" - um eine Ausdrucksweise Friedmans zu gebrauchen²⁾ - ist wenig sinnvoll, da beide von unterschiedlichen Annahmen ausgehen. Klopstock sieht das Wachstum des Eurodollarmarktes in erster Linie unter dem Gesichtspunkt der Neuanlage, während Friedman die Wiederanlage der Dollars in den Vordergrund stellt. Zwar ist die Neuanlage eine Bedingung für die Entstehung der Eurodollars, es ist aber falsch, diese Depositen nur als Neuanlage zu sehen.

Gleichzeitig übersieht Friedman mit seiner Annahme den Abfluß vom Eurodollarmarkt, dem besonders durch die Refinanzierung amerikanischer Banken eine besondere Bedeutung zukommt. Friedman zeigt, daß das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten und die Anlage von Dollars durch die Zentralbanken nicht annähernd im Verhältnis zum Volumen des Eurodollarmarktes steht. Dieser Unterschied muß nach seiner Meinung als Ergebnis einer Geldschöpfung am Eurodollarmarkt interpretiert werden³⁾.

1) Vgl. Klopstock, The Eurodollar Market..., a.a.O., S.14.

2) Vgl. Friedman, a.a.O., S.17.

3) Vgl. Friedman, a.a.O., S.4. Er führt an, daß das Defizit der amerikanischen Liquiditätsbilanz während der Jahre 1964 bis 1969 in Höhe von 9 Mrd. Dollar und die Abnahme der Dollardepositen der Zentralbanken um weniger als 5 Mrd. Dollar in keinem Verhältnis zum Volumen der Eurodollareinlagen in Höhe von 30 Mrd. Eurodollars (im Jahre 1969) steht.

Die Diskussionen über die Höhe des Geldschöpfungsmultiplikators haben nur geringe praktische Bedeutung. Im Gegensatz zu einem nationalen Geldsystem kann über die Entwicklung dieses Multiplikators kaum eine Vorhersage getroffen werden, da er im wesentlichen von der Attraktivität des Eurodollarmarktes als Anlagemöglichkeit abhängt und starken Schwankungen unterworfen ist. Daher können - wenn entsprechende Daten verfügbar sind - nur Aussagen über die Höhe des Multiplikators in der Vergangenheit getroffen werden. Sinnvolle, d.h. konkrete Annahmen über die Entwicklung des Geldschöpfungsmultiplikators sind aber - im Gegensatz zu einem nationalen Geldsystem - kaum möglich.

Tendenziell dürfte sich der Geldschöpfungsmultiplikator am Eurodollarmarkt in den letzten Jahren vergrößert haben, da die Ölstaaten einen Teil der Dollars, die ihnen im Rahmen ihrer Ölexporte zufließen, am Eurodollarmarkt anlegen¹⁾. Die Finanzierung der Ölimporte wird ebenfalls zum Teil am Eurodollarmarkt vorgenommen. Auch die Kreditnahme verschiedener Entwicklungsländer zur Verbesserung ihrer Devisenbestände und die Wiederanlage dieser Mittel am Eurodollarmarkt dürften den Wert des Multiplikators erhöht haben.

Weiter soll die Problematik der Geldschöpfung im Rahmen dieser Arbeit nicht vertieft werden, zumal über dieses Thema in der Literatur ausführlich diskutiert wird. Verschiedene Autoren betonen die geringe praktische Bedeutung eines Geldschöpfungsmodells²⁾ oder lehnen die Diskussion über eine Geldschöpfung aufgrund unzweckmäßiger Annahmen ganz ab³⁾.

- 1) Vgl. Bernd Heinevetter, "Liquiditätsschaffung und -vermittlung an den Eurowährungsmärkten und die Struktur des internationalen Bankensystems", Kredit und Kapital, 12, Nr.2 (April/Juni 1979), S.221-243.
- 2) Vgl. Friedrich A. Lutz, "Eurowährungsmärkte", Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 130, Nr.2 (April 1974), S.203-208, der die Bedeutungslosigkeit der Diskussionen über eine Geldschöpfung am Eurodollarmarkt besonders überzeugend beschreibt. Siehe auch die Literaturangaben auf S.202.
- 3) Vgl. Frohmund Grünärl, "Fünf Thesen zum gegenwärtigen Stand der Diskussion über die Bestimmungsgründe des starken Wachstums des Euro-Dollarmarktes (EDM)", Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 194, Nr.3 (Juni 1979), S.225-235; Siegfried Menrad, "Der Eurodollarmarkt als Instrument internationaler Geldschöpfung", Kredit und Kapital, 9, Nr.2 (April/Juni 1976), S.220-236. Gegen die Behauptung Menrads, daß es keine extritorial domizilierenden Banken gibt (S.236) kann eingewandt werden, daß der Begriff "Eurobank" eine Funktion beschreibt.

c. Der Einfluß der Refinanzierung amerikanischer Banken auf die Geldschöpfung am Eurodollarmarkt

Der Einfluß der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt auf die Geldschöpfung besteht darin, daß diese Banken die erhaltenen Kredite in der Regel nicht wieder am Eurodollarmarkt anlegen. Dies kann als Abfluß vom Eurodollarmarkt interpretiert werden, da diese Mittel im amerikanischen Geldsystem verwendet werden. Jedoch führt eine steigende Nachfrage nach Eurodollars zu einer Erhöhung der Zinsrate. Die Eurobanken tauschen daraufhin nationale Währungen in Dollars um. Die Erfahrung zeigt, daß das Eurodollarangebot in hohem Maße zinselastisch ist¹⁾.

Eurodollarguthaben werden von den Eurobanken aufgrund von Guthaben bei amerikanischen Banken geschaffen. Die Guthaben bei amerikanischen Banken stellen für die Eurobanken Reserven dar. Werden Eurodollars von amerikanischen Banken geliehen, so sind dies die Reserven des Eurodollarmarktes. Dies reduziert die Geldschöpfungsmöglichkeiten des Eurodollarmarktes.

Die Geldschöpfung des Eurodollarmarktes hat keine direkten Auswirkungen auf das amerikanische Geldsystem. Aus der Sicht der amerikanischen Banken stellen die Eurobanken lediglich intermediäre Finanzinstitute dar, die die Beziehungen zwischen den Banken herstellen, die Eurodollarkredite in Anspruch nehmen, und den Banken, die ihre Reserven verlieren. Amerikanisches Buchgeld wird durch die Eurobanken nicht geschaffen. Die amerikanischen Banken leihen sich die Reserven und damit die Aktiva der Eurobanken. Die Eurobanken sind zwar in der Lage, ihre Passiva zu schaffen, aber nicht ihre Aktivreserven. In gleicher Weise können amerikanische Banken ihre Passiva, nicht aber ihre Reserven schöpfen.

1) Vgl. Klopstock, "Eurodollar in the Liquidity...", a.a.O., S.73. Swap-Vereinbarungen zwischen den amerikanischen Banken führten zu einer Expansion des Angebotes und der Nachfrage. In diesem Sinne führte die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt zu einem Wachstum von Angebot und Nachfrage. Wichtiger ist jedoch, daß die zusätzliche Nachfrage amerikanischer Banken zu einer zusätzlichen Anlage am Eurodollarmarkt führte.

Die Kredite amerikanischer Banken reduzieren mithin die Geldschöpfung am Eurodollarmarkt. Andererseits kann sich durch die zusätzliche Kreditvergabe in den Vereinigten Staaten aufgrund der Eurodollarkredite ein höheres Einkommen und eine entsprechend höhere Importquote ergeben, so daß ein Teil dieser Dollars wieder zum Eurodollarmarkt zurückfließt. Darüber hinaus führt die Kreditnahme amerikanischer Banken zu einer Zinssteigerung am Eurodollarmarkt, wodurch zusätzliche Dollars als Eurodollarguthaben angelegt werden.

Die Auswirkungen der Einlagenschöpfung des Eurodollarmarktes für amerikanische Banken scheinen zunächst problemlos, da die Banken keine Eurodollarguthaben erhalten, sondern die Reserven des Eurodollarmarktes, während die Eurobanken diese Reserven nicht schaffen können. Jedoch können die Eurobanken - in ihrer Gesamtheit oder als einzelne Bank - diese Reserven erwerben. Während sich eine einzelne amerikanische Bank Liquiditätsreserven durch den Verkauf von Aktiva und einer damit verbundenen Änderung ihrer Portfoliostruktur beschaffen kann, können die amerikanischen Banken insgesamt nicht mehr Reserven schaffen. Was eine Bank an zusätzlichen Reserven erhält, verliert eine andere.

Eine einzelne Eurobank kann ebenfalls ihre Portfoliostruktur ändern, um mehr Reserven zu erhalten, aber eine andere Eurobank muß nicht Reserven in gleichem Umfang verlieren. Eine Eurobank, die Guthaben bei amerikanischen Banken - den Reserven des Eurodollarmarktes - besitzen möchte, kann direkt oder indirekt Aktiva, die keine Guthaben sind, in den Vereinigten Staaten verkaufen. Dafür erhält sie zusätzliche Guthaben bei amerikanischen Banken.

Verkauft eine Zentralbank Dollars an eine Eurobank, die vorher bei der Fed angelegt waren, und hält die Eurobank diese Dollars als Guthaben bei einer amerikanischen Geschäftsbank, resultiert daraus eine Zunahme der Liquiditätsreserven amerikanischer Banken. In diesem Fall kann die Geschäftstätigkeit der Eurobank zu einer Ausdehnung der Reserven des amerikanischen Geldsystems führen.

Während die Eurobanken die Reserven des Eurodollarmarktes nicht schaffen können, sind sie jedoch in der Lage, diese im gewünschten Umfang zu erhalten. Die Fed kann die Gesamtsumme der Reserven des amerikanischen Geldsystems kontrollieren, ebenso wie andere Zentralbanken das Volumen der Reserven ihres Geldsystems kontrollieren können. Jedoch gibt es keine Zentralbank, die das Volumen der Reserven des Eurodollarmarktes direkt kontrollieren kann¹⁾. Die Grenzen der Reserven, über die die Eurobanken verfügen können, hängen daher theoretisch von der Summe ihrer Aktiva ab. Praktisch werden die Reserven von Rentabilitätsüberlegungen der Eurobanken begrenzt.

Der Eurodollarmarkt und die Geldschöpfung stellen für die amerikanischen Banken eine zusätzliche Konkurrenz bei dem Erwerb von Dollareinlagen und bei der Vergabe von Dollarkrediten dar²⁾. Die amerikanischen Banken müssen damit rechnen, daß die Dollareinlagen - besonders der Nichtamerikaner - aufgelöst werden, wenn die Eurobanken höhere Zinsen anbieten. Daher müssen die amerikanischen Banken höhere Reserven halten, wodurch sich die Kreditschöpfungsmöglichkeiten des amerikanischen Bankensystems verringern³⁾.

Der Eurodollarmarkt stellt für Kreditnehmer und Geldanleger eine Alternative zu den amerikanischen Banken dar. Eurodollars werden von den Gläubigern akzeptiert und können jederzeit in eine andere Währung umgetauscht werden. Die Eurobanken sind dadurch in der Lage, ihre Geschäfte einerseits mit Eurodollarguthaben und Eurodollarkrediten und andererseits mit der jeweiligen einheimischen Währung zu tätigen. Theoretisch sind sie dadurch in einer günstigeren Position als ihre Mitkonkurrenten in den Vereinigten Staaten, da sie über ein

1) Vgl. Wilfried Fuhrmann, "Das heimische Geld- und Kreditangebot einer Euro-Währung", Kredit und Kapital, 12, Nr.1 (Januar/März 1979), S.69.

2) Vgl. Swoboda, a.a.O., S.11-14 und 17-22; Helmut Mayer, Some Theoretical Problems Relating to the Euro-Dollar Market, Essays in International Finance, 79 (Princeton: Princeton University Press, 1970), S.26-31; Williams, a.a.O., S.27-29; Bloch, a.a.O., S.22-24; Machlup, "Euro-Dollar Creation...", a.a.O., S.243; Werner Makowski, "The Euro-Dollar Market: Methods and Prospects", The Challenge of International Finance, eds. Guenter Reimann und Edwin Wigglesworth (New York: McGraw Hillbook Co., 1966), S.182.

3) Vgl. Leimone, a.a.O., S.4.

breiteres Angebot verfügen. Praktisch haben jedoch alle größeren amerikanischen Banken ausländische Zweigstellen und können ebenfalls ihre Geschäftstätigkeiten in jeder gewünschten Währung vornehmen.

Die Entwicklung des Eurodollarmarktes reduziert die Marktmacht der Banken in verschiedenen Ländern. Mögliche Kartellvereinbarungen zwischen nationalen Banken werden in vielen Fällen wirkungslos, da die Kreditnehmer und die Geldanleger unter einer größeren Anzahl von Instituten wählen können¹⁾. Die Eurobanken stehen in Konkurrenz zu anderen Eurobanken und zu Banken in den Vereinigten Staaten.

Besonders in Zeiten fester Wechselkurse hatte die Geldschöpfung des Eurodollarmarktes für die europäischen Geldsysteme eine besondere Bedeutung. Die Eurodollarkreditnehmer konnten ihre Kredite nach Wahl in andere nationale Währungen auf den Devisenmärkten umtauschen. Die Zentralbanken mußten diesen Umtausch ermöglichen, um den Kurs ihrer Währung aufrechtzuerhalten. Dadurch konnte die Geldschöpfung des Eurodollarmarktes zu einem Anstieg der Geldmenge anderer Länder führen, wenn nicht durch eine entsprechende Geldpolitik ein Ausgleich stattfand. Die mangelnde Kontrolle der Geldschöpfung des Eurodollarmarktes führte zusammen mit den Devisenmärkten zu einer zusätzlichen, unkontrollierten Quelle einheimischer Liquidität.

Die Zentralbanken können die Reserven des Eurodollarmarktes dadurch reduzieren, daß sie die ihnen zufließenden Dollars stillegen. Darüber hinaus können sie die zusätzliche Geldmenge durch eine restriktive Geldpolitik neutralisieren. Allerdings erhöht die Existenz des Eurodollarmarktes die geldpolitischen Schwierigkeiten, da bei einer restriktiven Geldpolitik mit einer Zinssteigerung und einem dadurch bedingten Mittelzufluß gerechnet werden muß und umgekehrt.

1) Vgl. Bloch, a.a.O., S.22-24; Swoboda, a.a.O., S.11-14; Ronald I. McKinnon, Private and Official International Money: The Case of the Dollar, Essays in International Finance, 74 (Princeton: Princeton University Press, 1969), S.21.

Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führt zu einer Reduzierung der Reserven dieses Systems und zu einer Einschränkung der Geldschöpfungsmöglichkeiten. Dadurch mußten die einzelnen Zentralbanken in Zeiten fester Wechselkurse geringere Dollarbeträge annehmen; eine Einschränkung des Wachstums der nationalen Geldmenge war die Folge. Auf der anderen Seite führten die gestiegenen Zinsraten am Eurodollarmarkt zu einer Umschichtung der Geldmittel, die vermehrt am Eurodollarmarkt angelegt wurden¹⁾. Die hohen Zinsraten des Eurodollarmarktes im Vergleich zu den einzelnen nationalen Geldmärkten konnten einer expansiven Geldpolitik und der damit verbundenen Zinssenkung im Wege stehen. Die Kreditnahme amerikanischer Banken führte dazu, daß sich durch das zusätzliche Angebot am Eurodollarmarkt, das hohe Zinsniveau, das in den Vereinigten Staaten Ende der 60er Jahre vorherrschte, auch auf anderen nationalen Geldmärkten durchsetzte. Eine Umschichtung der Geldmittel von diesen Geldmärkten zum Eurodollarmarkt reduzierte das Angebot und trieb die Zinsen nach oben.

1) Vgl. Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity...", a.a.O., S.73.

III. DAS WACHSTUM DES EURODOLLARMARKTES UND SEINE BEDEUTUNG FÜR DIE AMERIKANISCHEN BANKEN

1. Die Ursachen für die Entstehung des Eurodollarmarktes

a. Die Entstehung des Eurodollarmarktes

Schon vor dem Ersten Weltkrieg und zwischen den beiden Weltkriegen gab es Fremdwährungsgeschäfte, aber noch keinen internationalen Markt für Fremdwährungsguthaben, auf dem diese jederzeit zu verschiedenen Fristen und in verschiedenen Währungen angeboten und nachgefragt werden konnten. Bei diesen internationalen Geldströmen, die durch Zinsunterschiede auf nationalen Geldmärkten entstanden, handelte es sich um Geldbewegungen von einem nationalen Geldmarkt zum anderen, wobei die jeweiligen nationalen Geldmärkte von den Zentralbanken kontrolliert werden konnten. Die Beziehungen zwischen den Geldmärkten waren bilateraler Natur. Dabei nahmen die Zinsarbitragegeschäfte meist mehrere Tage in Anspruch, so daß es auch technische Hindernisse für eine Ausdehnung internationaler Geldmarktgeschäfte gab¹⁾.

Vor dem Zweiten Weltkrieg wurde das britische Pfund allgemein als Währungsreserve akzeptiert. Zur Erleichterung des internationalen Handels, der damals in erster Linie in der englischen Währung abgewickelt wurde, wurden auch bei nicht-englischen Banken Pfundguthaben gehalten.

Nach dem Zweiten Weltkrieg löste der amerikanische Dollar das britische Pfund als Leitwährung im internationalen Handel ab. Der wirtschaftliche Aufschwung in Europa führte zu einer ständig wachsenden Nachfrage nach Dollars, die von den Vereinigten Staaten über Handelsbilanzdefizite, Kredite und

1) Vgl. Junne, a.a.O., S. 25-27. Vgl. zur Rolle der Vereinigten Staaten für die europäische Wirtschaftsentwicklung bis 1950 Charles P. Kindleberger, Europe and the Dollar (Cambridge, Massachusetts, and London, England: The M.I.T. Press, 1966), S. 202-232.

Schenkungen angeboten wurden. Dies führte für die Vereinigten Staaten zu einem Zahlungsbilanzdefizit, während die nicht-amerikanischen Länder gegenüber den Vereinigten Staaten einen Zahlungsbilanzüberschuß aufbauen konnten. Daher konzentrierte sich die Nachfrage nach Dollars weniger auf den amerikanischen Geldmarkt, sondern auf die internationalen Geldmärkte und besonders auf den Eurodollarmarkt¹⁾.

Zunächst verhinderten jedoch strenge Währungsvorschriften in den meisten europäischen Ländern, daß Dollarguthaben in nennenswertem Umfang bei europäischen Banken angelegt wurden.

Mit diesen Geldgeschäften begannen zuerst einige ost-europäische Länder, die ihre Dollarguthaben nicht in den Vereinigten Staaten, sondern bei westeuropäischen Banken anlegten, da sie fürchteten, diese Guthaben bei einer Entschädigung für die Enteignung amerikanischen Besitzes nach dem Zweiten Weltkrieg zu verlieren²⁾. Besonders die Zweigstelle der sowjetischen Staatsbank in Paris beschäftigte sich mit der Anlage dieser Dollarguthaben. Die Telegrammadresse dieser Bank war: EUROBANK. Daher wurden Dollars dieser Bank als EURODOLLARS bezeichnet. Bei dieser Bezeichnung blieb es, auch nachdem andere Anbieter von Dollarguthaben den Handel begannen und diese Bank ihre besondere Rolle verlor³⁾.

Dann führte die allgemeine Rückkehr zu festen Wechselkursen im Jahre 1958 zu einem wachsenden Dollarangebot auf den internationalen Finanzmärkten. Nach Lockerung der Umtauschkontrollen blieben die Dollarbeträge teilweise in Europa, die vorher aufgrund gesetzlicher Regelungen an die Zentralbanken verkauft werden mußten. Diese Dollars wurden als Dollarterminguthaben bei den Eurobanken gehalten. Darüber hinaus ermöglichte die Rückkehr zu festen Wechselkursen

1) Vgl. Zumpfort, a.a.O., S.3-15.

2) Vgl. Claus Köhler, Geldwirtschaft: Zahlungsbilanz und Wechselkurse, Bd.2 (Berlin: Duncker & Humblot, 1979), S.220. Kvasnicka, a.a.O., S.10.

3) Vgl. Williams, a.a.O., S.9.

den Banken, entsprechende Beträge in Dollars umzutauschen und umgekehrt. Dadurch ergab sich eine flexiblere Verwendung der Dollarguthaben. Dies wiederum führte zu einem wachsenden Angebot von und einer wachsenden Nachfrage nach Eurodollars¹⁾.

Ein weiterer Grund für das Wachstum der Dollarguthaben bei nichtamerikanischen Banken waren die Verschiebungen der Wachstumsraten zwischen den Vereinigten Staaten und Europa in den 50er Jahren. Während die wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten stagnierte, erlebten die Volkswirtschaften in Europa einen zunehmenden Wirtschaftsaufschwung. Hohe Zinsen waren die Folge der wachsenden Nachfrage nach Finanzierungsmitteln. Daher wurden Dollarbeträge in größeren Mengen in Europa investiert.

Die Unterentwicklung der europäischen Geldmärkte²⁾ und das Fehlen geeigneter Anlagemöglichkeiten, die als relativ liquide und risikolos hätten angesehen werden können und dennoch einen akzeptablen Ertrag versprochen, führten zu der schnellen Entwicklung des Eurodollarmarktes³⁾. Am Ende des Jahres 1960 betrug die Summe der in Europa gehandelten Dollardepositen ca. 1 Mrd. Dollar.

Zu Beginn der Entwicklung des Eurodollarmarktes standen die Angebotsfaktoren im Vordergrund; die Veränderungen des Weltwährungssystems und das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten waren die hauptsächlichen Ursachen für die Ausdehnung des Eurodollarmarktes. Im Jahre 1957 führte die Regulation Q in den Vereinigten Staaten, die die Zinszahlungen auf Guthaben mit einer Kündigungsfrist von weniger als 90 Tagen auf den Höchstbetrag von 1% festlegte⁴⁾, und die Krise des britischen

1) Vgl. Georg Boesch, Der internationale Geldmarkt seit der Wiederherstellung der Konvertibilität der Währungen, (Luzern: Blättler, 1969), S. 52-56.

2) Vgl. Max Ikle, "Die Struktur der westeuropäischen Geld- und Kapitalmärkte und ihre Entwicklung im Spannungsfeld USA-Europa", Außenwirtschaft, 26, Nr. 2/3 (Juni/September 1971), S. (157) 33 - (159) 35.

3) Vgl. Kvasnicka, a.a.O., S. 11.

4) Vgl. Clendenning, a.a.O., S. 23; Charles P. Kindleberger, International Economics (Homewood, Illinois: Irwin, 1968), S. 442.

Pfundes im gleichen Jahr, die eine Einschränkung des Sterlings als Recheneinheit des Welthandels mit sich brachte, zu einer Ausdehnung der Nachfrage nach Eurodollarguthaben und Eurodollarverbindlichkeiten.

Besonders die britischen Banken suchten die Restriktionen des Pfundes bei der Finanzierung des internationalen Handels mit Dollars als Alternativwährung zu umgehen¹⁾. Die Kombination von niedrigen Zinserträgen in den Vereinigten Staaten und wachsender Nachfrage nach Dollarguthaben in Europa waren die hauptsächlichen Gründe für das schnelle Wachstum des Eurodollarmarktes.

Eurodollars haben eine besondere Bedeutung erhalten, da sich die Dollarwährung im internationalen Handel als allgemein anerkanntes Zahlungs- und Tauschmittel durchgesetzt hat. Werden die Kassenhaltungskosten in Betracht gezogen, so ist es im internationalen Handel sinnvoll, möglichst alle Geschäfte in einer Währung abzuschließen, um Kasse nur in einer Währung halten zu müssen. Eine Leitwährung reduziert die mannigfachen Tauschrelationen der Währungen zueinander. Es braucht nur noch eine Währung als Kasse gehalten zu werden, wodurch die Umtauschkosten und das Kursrisiko gesenkt werden. Die Wahl der Dollarwährung ist auf wirtschaftliche und machtpolitische Faktoren zurückzuführen. Man kann davon ausgehen, daß die wirtschaftlich führende Nation auch die Reservewährung bestimmt.

Der Dollar hat daher eine inländische und eine internationale Komponente. Geldpolitische Maßnahmen der Fed zur Erreichung innenpolitischer Ziele können die Funktion des Dollars als internationale Leitwährung einschränken.

1) Im September 1957 verbot die Bank von England den britischen Geschäftsbanken, Pfundkredite für den internationalen Handel zur Verfügung zu stellen. Vgl. Committee on the Working of the Monetary System, Principal Memoranda of Evidence, 2 (London: 1960), S.10.

b. Das Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz

Anfangs trug das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten von jährlich durchschnittlich 1,1 Mrd.Dollar in den Jahren 1950 bis 1958 zur Entwicklung des Eurodollarmarktes bei¹⁾ Bis zum Jahre 1966 läßt sich eine gleichgerichtete Entwicklung des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizites und des Eurodollarmarktes feststellen²⁾. Allerdings bestanden auch Rückwirkungen, denn auf diesem Markt wurden in zunehmendem Maße Gelder amerikanischer Firmen und ihrer ausländischen Tochtergesellschaften angelegt, die - wenn sie nicht für Exporte aus den Vereinigten Staaten bestimmt waren - das Defizit der Vereinigten Staaten anwachsen ließen³⁾.

Die Tatsache, daß sich Euromärkte auch in Währungen entwickelten, deren Ursprungsländer in dem entsprechenden Zeitraum keine Zahlungsbilanzdefizite aufwiesen, zeigt, daß das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit für das Wachstum des Eurodollarmarktes keine hinreichende Bedingung war. Dennoch stellt das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit bei der Betrachtung der Herkunft der Eurodollars einen wichtigen Faktor dar. Dieses Defizit führte zu verschiedenen administrativen Maßnahmen, die selbst wieder das Wachstum des Eurodollarmarktes beschleunigten.

- 1) Vgl. Frohmund Grünärml, "Der Euro-Geldmarkt - ein Überblick", Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 2, Nr. 8/9 (August/September 1973), S.384.
- 2) Vgl. Wolf Schäfer, Der Euro-Dollarmarkt, Kieler Studien Nr. 120, hrsg. von Herbert Giersch (Tübingen: Mohr, 1971), S.36 und S.51-53.
- 3) Vgl. BIZ, 34. Jahresbericht, 1963/1964, S.156f.

c. Kreditpolitische Maßnahmen und Steuergesetze in den Vereinigten Staaten

Eine Reihe von Kreditrestriktionen und Steuergesetzen in den Vereinigten Staaten sind die Ursache dafür, daß der Eurodollarmarkt für Anleger und Kreditnehmer zu einer Alternative zum amerikanischen Geldmarkt werden konnte¹⁾.

Den amerikanischen Banken wurde durch die Regulation Q vorgeschrieben, daß Sichteinlagen nicht verzinst und Termineinlagen unter einem Jahr nur zu einem von der Fed festgesetzten Zinssatz verzinst werden durften²⁾. Die Anlage von Dollarguthaben bei den europäischen Filialen amerikanischer Banken stellt eine Umgehung dieser Vorschrift dar, da die Zinsraten für diese Guthaben nicht unter die Begrenzung fallen. Darüber hinaus brauchten die amerikanischen Banken für am Eurodollarmarkt aufgenommene Gelder bis zum Oktober 1969 keine Mindestreserve zu halten. Bis heute müssen für die Einlagen der ausländischen Filialen amerikanischer Banken bei ihren Zentralen in den Vereinigten Staaten keine Versicherungsgebühren an die Federal Deposit Insurance Corporation gezahlt werden³⁾.

- 1) Der Geldmarkt in den Vereinigten Staaten besteht aus einem Markt für "federal funds" und aus einem Markt für Geldmarktpapiere. Während sich nichtamerikanische Banken an dem Markt für Geldmarktpapiere in großem Umfang beteiligten, blieb ihnen der Zugang zum Markt für "federal funds" verwehrt. Sie konnten daher bei einem kurzfristigen Liquiditätsbedarf nur Kredite im Rahmen des allgemeinen Kreditgeschäftes aufnehmen. Vgl. Henning Brandes, Der Euro-Dollarmarkt: Eine Analyse seiner Entstehungsgründe, seiner Struktur, seiner Marktelemente und seiner einzelwirtschaftlichen und währungspolitischen Bedeutung, Schriftenreihe des Instituts für Kreditwesen der Westphälischen Wilhelms-Universität, Münster, Bd.7 (Wiesbaden: Gabler, 1968), S.97.
- 2) Die Regulation Q wurde als Änderung des Federal Reserve Act im Jahre 1935 eingeführt und sah eine Begrenzung der Zinsraten für Spar- und Terminguthaben vor. Damit sollte einer zu starken Konkurrenz zwischen den Banken um die Einlagen begegnet werden, da befürchtet wurde, daß zu hohe Zinszahlungen für Einlagen die Banken zu hohen Kreditzinsen und größeren Kreditrisiken zwingen würden. Vgl. Young, a.a.O., S.155-159.
- 3) Vgl. Frank E. Morris und J. S. Little, "The Role of the Eurodollar", in: Herbert V. Prochnow (Hrsg.), The Changing World of Banking (New York: Harper & Row, 1974), S.114f; Eckard Paul Imhof, "Einlagensicherung in den USA", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 33, Nr. 2 (15.Januar 1980), S.57.

Auch die hohe Körperschaftsteuer in den Vereinigten Staaten, von der auch die amerikanischen Filialen nichtamerikanischer Banken betroffen sind, machten eine Anlage von Dollarguthaben außerhalb der Vereinigten Staaten interessant¹⁾. Die amerikanischen Steuergesetze trugen dazu bei, daß amerikanische Unternehmen ihre im Ausland erwirtschafteten Gewinne bei nicht-amerikanischen Banken anlegten, da diese Gewinne erst dann versteuert werden, wenn sie in die Vereinigten Staaten transferiert werden²⁾.

Verschiedene Programme der amerikanischen Regierung zur Reduzierung des Zahlungsbilanzdefizits beschränkten die Möglichkeit der amerikanischen Unternehmen, das Wachstum ihrer ausländischen Filialen mit Krediten zu finanzieren, die in den Vereinigten Staaten aufgenommen wurden. So führte beispielsweise die im Jahre 1963 eingeführte Zinsausgleichssteuer, die erst Anfang 1974 wieder aufgehoben wurde, zu einer Behinderung der Auflegung internationaler Anleihen in den Vereinigten Staaten und begünstigte das Wachstum des Eurokapitalmarktes, der eng mit dem Eurodollarmarkt verbunden ist³⁾. Ein freiwilliges Programm zur Beschränkung von Auslandskrediten und der Finanzierung von Investitionen im Ausland durch Kredite, die in den Vereinigten Staaten aufgenommen wurden, wurde im Jahre 1965 eingeführt, im Jahre 1968 durch verbindliche Vorschriften ergänzt und erst im Jahre 1974 wieder aufgehoben⁴⁾.

1) Vgl. Boesch, a.a.O., S. 88f.

2) Vgl. Boyden E. Lee, "The Euro-Dollar Multiplier", Journal of Finance, 28, Nr. 4 (1973), S. 874.

3) Vgl. Sidney M. Robbins und Robert B. Stobbaugh, Money in the Multinational Enterprise: A Study of Financial Policy (London: Longman, 1974), S. 105.

4) Vgl. John Ellicott, "United States Controls on Foreign Direct Investment: The 1969 Program", Law and Contemporary Problems, 34, Nr. 1 (1969), S. 47-63.

"Besonders die von der US-Regierung eingeführten Kapitalverkehrskontrollen bestanden aus drei voneinander abhängigen Maßnahmen: das Programm für ausländische Direktinvestitionen (FDIP=Foreign Direct Investment Program), die Zinsausgleichssteuer (IET=Interest Equalization Tax) und das Programm zur freiwilligen Beschränkung von Auslandskrediten (VFCRP=Voluntary Foreign Credit Restraint Program)." E.N. Roussakis, "Modelle im internationalen Bankwesen", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 33, Nr. 2 (1980), S. 54.

Dieses Programm führte zu einer verstärkten Inanspruchnahme des Eurodollarmarktes und zu einer Anlage der Gewinne amerikanischer Tochtergesellschaften am Eurodollarmarkt, so daß diese Mittel zur Finanzierung neuer Investitionen nicht aus den Vereinigten Staaten transferiert werden mußten.

d. Die unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten und in Europa

Ein Vergleich der konjunkturellen Entwicklung zwischen den Vereinigten Staaten und Europa zeigt, daß in den Vereinigten Staaten Ende der 50er Jahre geringe Wachstumsraten mit einem relativ niedrigen Zinsniveau zu verzeichnen waren, während in Europa hohe Wachstumsraten mit einem entsprechend hohen Zinsniveau vorherrschten. Dies ließ es vorteilhaft erscheinen, Dollarbeträge in Europa statt am amerikanischen Geldmarkt anzulegen. Die Unterschiede des Zinsniveaus lassen sich auch dadurch erklären, daß in den Vereinigten Staaten in diesen Jahren bevorzugt finanzpolitische Mittel zur Steuerung der Konjunktur eingesetzt wurden, die dämpfend auf das Zinsniveau wirkten, während in Europa bei der konjunkturellen Steuerung geld- und kreditpolitische Mittel eingesetzt wurden, die die Zinssätze entsprechend in die Höhe trieben. Auch in späteren Jahren stellten die unterschiedlichen Konjunkturverläufe in den westlichen Industrienationen eine wichtige Erklärung für das schnelle Wachstum des Eurodollarmarktes dar¹⁾.

1) Vgl. M.S. Mendelson, "How fast will the pool grow now?", Euromoney 3 Nr.11 (November 1972), S.8.

e. Die Rolle der amerikanischen Banken bei der Entstehung des Eurodollarmarktes

Obgleich am Eurodollarmarkt Guthaben bei amerikanischen Banken gehandelt werden, bestand bei den amerikanischen Banken zunächst nur ein geringes Interesse, sich am Eurodollarmarkt zu engagieren. Dies hatte im wesentlichen zwei Ursachen: Zum einen konnten die amerikanischen Geldmärkte genügend Liquidität zu akzeptablen Zinsen zur Verfügung stellen, zum anderen bestand bei amerikanischen Banken eine gewisse Skepsis bezüglich der Zuverlässigkeit und Funktionsweise des Eurodollarmarktes¹⁾. Weiter hatten die Eurobanken bei der Vergabe von Dollarkrediten an nichtamerikanische Banken und Nicht-Banken Wettbewerbsvorteile gegenüber den amerikanischen Banken.

Prinzipiell gibt es für amerikanische Banken zwei Möglichkeiten, sich am Eurodollarmarkt zu beteiligen: Zum einen können sie sich direkt am Eurodollarmarkt durch Dollareinlagen oder durch Aufnahme von Dollarkrediten beteiligen, zum anderen können sie diese Dollar-Kredittransaktionen über ihre in Europa ansässigen Zweigstellen abwickeln. Die unmittelbare Beteiligung der amerikanischen Banken am Eurodollarmarkt hatte zu keiner Zeit eine besondere Bedeutung. Da die Zinssätze für Eurodollarkredite bisher immer über den Zinssätzen lagen, die amerikanischen Banken aufgrund der Bestimmungen der Regulation Q für Einlagen zahlen durften²⁾, schied eine direkte Geldaufnahme am Eurodollarmarkt von vornherein aus. Denn nach den in den Vereinigten Staaten geltenden Bilanzrichtlinien wurden am Eurodollarmarkt direkt aufgenommene Gelder als Einlagen ausgewiesen und unterlagen somit der Regulation Q³⁾. Eine direkte Anlage am Eurodollarmarkt war für amerikanische Banken weniger profitabel als die Vergabe von inländischen Dollarkrediten.

1) Vgl. Bell, The Euro-dollar market..., a.a.O., S.54.

2) Vgl. Hans-Peter Petersen, "Regulation Q: Das Zinsreglement in den USA", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 26, Heft 5 (1973), S.176-178.

3) Vgl. Schäfer, Der Eurodollarmarkt, a.a.O., S.11.

Die zunehmende Geschäftstätigkeit amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt erfolgte daher fast ausschließlich über Niederlassungen in Europa. Diese Niederlassungen sind zwar juristisch dem jeweiligen Bankensystem des Gastlandes zuzurechnen, faktisch vertreten sie ausschließlich die Interessen ihrer Zentralen in den Vereinigten Staaten.

Diese Niederlassungen wurden in erster Linie zum Zweck einer Beteiligung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt gegründet¹⁾. Die wachsende Bedeutung der Niederlassungen ist in erster Linie im Zusammenhang mit der Ausweitung der Außenwirtschaftsbeziehungen der Vereinigten Staaten und der Expansion amerikanischer Industrie- und Handelsunternehmen in Europa zu sehen. Darüber hinaus wollten die amerikanischen Banken das Eurodollargeschäft nicht ausschließlich den Eurobanken überlassen.

Die Beteiligung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt brachte erhebliche Probleme für ihre Geschäftspolitik mit sich. Da für die Niederlassungen die kreditpolitischen Restriktionen der Fed nicht galten, fanden Kunden bei der Niederlassung in Europa unter Umständen günstigere Zinsbedingungen vor als bei der amerikanischen Zentrale. Deshalb zögerten die amerikanischen Banken zuerst, ihre Niederlassungen Einlagen- und Kreditgeschäfte zu den am Eurodollarmarkt üblichen Bedingungen tätigen zu lassen. Dennoch mußten sich die amerikanischen Banken am Eurodollarmarkt beteiligen, um ihre Kunden - in erster Linie amerikanische Großunternehmen - bei der Finanzierung der Auslandsinvestitionen nicht an die Eurobanken zu verlieren. Allerdings bestand die Schwierigkeit, daß die Niederlassungen in Europa in Konkurrenz zu ihren amerikanischen Zentralen traten. Aus diesem Grunde gewährten amerikanische Banken in vielen Fällen auch inländischen Großunternehmen Kredite und Dollareinlagen zu Bedingungen des Eurodollarmarktes, wenn diese sich bereitfanden, diese Geschäfte mit den entsprechenden Niederlassungen in Europa abzuwickeln²⁾.

1) Vgl. Brandes, a.a.O., S. 251.

2) Vgl. ebenda, S. 252-254.

Neben der Beteiligung am eigentlichen Eurodollarhandel hatten die Niederlassungen in Europa vor allem die Aufgabe, Eurodollarkredite für die amerikanischen Zentralen aufzunehmen. In der Anfangsphase des Eurodollarmarktes transferierten die Niederlassungen die aufgenommenen Eurodollars in erster Linie zu ihren amerikanischen Zentralen¹⁾.

Die eigentliche Bedeutung der Niederlassungen amerikanischer Banken in Europa begann im Herbst 1965. Zum einen gewannen sie an Bedeutung für die europäischen Tochterfirmen amerikanischer Großunternehmen, denen aufgrund des Balance of Payments-Programms Kreditaufnahmen bei ihren Zentralen in den Vereinigten Staaten eingeschränkt wurden, zum anderen führte eine restriktive Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zu einer zunehmenden Liquiditätsverknappung der amerikanischen Banken. Diese versuchten daher, sich über ihre europäischen Niederlassungen zusätzliche Geldmittel zu beschaffen²⁾.

1) Vgl. Oscar Altman, "Euro-dollars: Some Further Comments", International Monetary Fund Staff Papers, 12, Nr.1 (März 1965), S.4f.

2) Vgl. Brandes, a.a.O., S.256.

2. Die Geschäftstätigkeiten amerikanischer Banken am Euro-dollarmarkt in den Jahren 1965 - 1971

a. Die Auswirkungen der restriktiven kreditpolitischen Maßnahmen der Fed auf die Liquidität der amerikanischen Geschäftsbanken

Im folgenden Abschnitt soll auf drei Besonderheiten näher eingegangen werden, die für das Verständnis der Einschränkung der Liquiditätsversorgung als Ergebnis einer restriktiven Geldpolitik der Fed notwendig sind. Es sind dies im einzelnen die Rolle der marktfähigen Certificates of Deposits¹⁾, die geldpolitischen Auswirkungen der Regulation Q und die daraus folgenden Auswirkungen der Verschiebungen zwischen den verschiedenen Formen der Bankeineinlagen.

α. Die Bedeutung der Negotiable Time Certificates of Deposits (CD's)

Im Jahre 1961 führten die Banken die CD's ein. Damit sollten Investoren, die sonst Wertpapiere und andere Kapitalanlagen bevorzugten, veranlaßt werden, ihr Kapital bei den Banken anzulegen. Diese CD's stellen eine besonders liquide und ertragreiche Anlageform dar. Daher gewannen sie schon bald an Popularität und wurden zu einer bedeutenden Quelle für Liquiditätsmittel der Banken. CD's sind Termineinlagen mit einem festgelegten Fälligkeitsdatum. Als Termineinlagen unterliegen sie den Mindestreservevorschriften und der Zinsobergrenze, die durch die Regulation Q festgelegt wird. Aber weil CD's auf

1) Diese Certificates of Deposits werden für Termineinlagen ausgeben und können auf einem eigenen Markt gehandelt werden. Die ausstellende Bank ist verpflichtet, bei Fälligkeit den Betrag zuzüglich der vereinbarten Zinsen an den jeweiligen Inhaber zurückzuzahlen. Entsprechende Papiere gibt es auch auf dem Eurodollarmarkt, die "London Dollar Certificates of Deposits". Vgl. M.S. Mendelsohn, "London's Many Money Markets", The Banker, 117 (1967), S.421. Im folgenden sollen die Certificates of Deposits abgekürzt - wie in der Literatur üblich - mit CD's bezeichnet werden.

einem Sekundärmarkt gehandelt werden, können Geldanleger sie vor Ablauf der Fälligkeit verkaufen. Dadurch konkurrieren CD's mit anderen Anlageformen des Geldmarktes¹⁾.

Eine Bank kann sich durch entsprechende Erhöhung des Zinsangebotes für CD's die gewünschte Liquidität verschaffen. Die Anpassungsfähigkeit der CD's an den Liquiditätsbedarf der Bank ist nur solange gewährleistet, wie eine Bank in der Lage ist, für diese Geldmittel einen höheren Zinsertrag anzubieten als konkurrierende Banken, und solange ihre CD's mit anderen Anlageformen bezüglich des Ertrages und der Fälligkeit konkurrieren können. Diese Konkurrenzfähigkeit ist nicht mehr gegeben, wenn die Zinsrate für ähnliche Anlageformen die von der Fed vorgeschriebene Höchstgrenze für CD's im Rahmen der Regulation Q überschreitet.

Ein geldpolitisches Instrument der Fed besteht daher in der Festlegung der Zinsrate für CD's in Relation zur Zinsstruktur des Geldmarktes²⁾. Während einer expansiven Geldpolitik wird diese Zinsobergrenze über der entsprechenden Zinsstruktur des Geldmarktes liegen. Dadurch sind die Banken in der Lage, ihre CD's zu attraktiven Bedingungen anzubieten, um damit ihre Kreditvergabemöglichkeiten auszudehnen.

1) Vgl. Bell, The Euro-dollar Market, a.a.O., S.55.

"The introduction of the CD, however, allowed them (den Banken, d.Verf.) to practice what has come to be termed 'liability management', that is, banks passed from a passive to an active role in the search for funds." Vittorio Barattieri, "US monetary policy, Regulation Q and the Eurodollar market", Euromoney 1, Nr.12 (Dezember 1970), S.52.

2) "Mit Hilfe der übertragbaren, in ihrer Verzinsung nicht gebundenen New Yorker Certificates of Deposits haben die amerikanischen Banken versucht, die für ihr Passivgeschäft restriktive Regulation Q zu umgehen. New Yorker Certificates of Deposits notierten zumeist über, selten unter den Regulation-Q-Obergrenzen, jedoch meistens unter den Sätzen vergleichbarer Eurodollaranlagen." Peter Liepmann, Geldtheoretische und geldpolitische Probleme des Eurodollarmarktes, Untersuchungen über das Spar- Giro- und Kreditwesen, Hrsg. Fritz Voigt, Bd.56 (Berlin: Duncker & Humblot, 1971), S.17. Zwar lag der Zinssatz für CD's, die am Sekundärmarkt von anderen Banken aufgekauft wurden, über der Zinsobergrenze, die durch die Regulation Q festgelegt wurde, jedoch wurde die Neuausgabe der CD's von dieser Vorschrift berührt. Daher führte das Festhalten der Fed an der Zinsobergrenze zu einem "... run-off of C.D.s in commercial banks not being renewed on maturity." Bell, The Euro-dollar Market..., a.a.O., S.55.

Eine Festlegung der Zinsobergrenze durch die Fed unterhalb der entsprechenden Zinsrate des Geldmarktes erwies sich als wirkungsvolles Mittel für die Durchsetzung einer restriktiven Geldpolitik¹⁾. In diesem Falle wurden die Investoren durch die Zinsdifferenz veranlaßt, ihre Portfoliostruktur zuungunsten der CD's und zugunsten anderer Anlageformen mit günstigerem Ertrag und ähnlichen Risiken und Fälligkeiten zu verändern.

Besonders die großen Geschäftsbanken bieten CD's an, wobei es sich um Einzelgeschäfte in einer Größenordnung von 100.000 Dollar und mehr handelt. Am Ende des Jahres 1961 hatten die New Yorker Banken über 1 Mrd.Dollar dieser CD's ausgegeben. Der Umfang dieser Terminguthaben stieg rasch von 2 Mrd.Dollar Ende 1962 auf 7,4 Mrd.Dollar in der Mitte des Jahres 1966. Alle Geschäftsbanken zusammengenommen verfügten 1966 über CD's von 18 Mrd. und konnten diese auf 24 Mrd.Dollar im Jahre 1968 ausdehnen²⁾. Die Liquiditätssituation dieser Banken wurde natürlich besonders durch die Zinshöchstgrenze der Regulation Q betroffen.

a. Die geldpolitischen Auswirkungen der Regulation Q

Die Festlegung der Zinshöchstgrenze im Rahmen der Regulation Q wurde zum erstenmal als geldpolitische Maßnahme für eine restriktive Geldpolitik in den Jahren 1966, 1968 und 1969 eingesetzt. Von besonderer Bedeutung war diese Höchstgrenze für CD's. Der Abzug der CD's führte bei den Banken zu erheblichen Liquiditätsschwierigkeiten. Die Zinsobergrenze für CD's wurde in dieser Periode von den Zinsraten, die für Geldmarktpapiere mit ähnlichem Risiko und Fälligkeitsstruktur gezahlt wurden, übertroffen. Dies soll in folgenden Tabellen durch eine Gegenüberstellung der Zinsobergrenze der Regulation Q für CD's mit den Zinsraten anderer Geldmarktpapiere illustriert werden.

1) Vgl.Barattieri,a.a.O.,S.52.

2) Vgl.Robert E.Knight, "An Alternative Approach to Liquidity, Part I", Federal Reserve Bank of Kansas City, Monthly Review (Dezember 1969),S.16.

Tab.1: Maximale Zinsrate für "Negotiable Certificates
of Deposits of 100 000 Dollar or more"
(Jahreszinsrate)

Datum	30-59 Tage	60-89 Tage	90-179 Tage	180-365 Tage
17.7.1963	1	1	4	4
24.11.1964	4	4	4 1/2	4 1/2
6.12.1965	5 1/2	5 1/2	5 1/2	5 1/2
19.4.1968	5 1/2	5 3/4	6	6 1/4
21.1.1970	6 1/4	6 1/2	6 3/4	7
24.6.1970	-	-	6 3/4	7

Quelle: Federal Reserve Bulletin (September 1972)

Tab.2: Ober- und Untergrenzen der Zinsraten für bestimmte
Geldmarktpapiere (Jahreszinsrate)

Geldmarktpapiere	Juni 1966 - Januar 1967	März 1968 - Juli 1968	Dezember 1968 - November 1969
Prime commercial paper 4-6 Monate	5,51-6,00	5,64-6,25	6,17-8,65
Finance Company paper 3-6 Monate	5,39-5,88	5,40-6,04	5,86-7,92
Prime bankers acceptance 90 Tage	5,23-5,75	5,50-6,04	6,20-8,39
U.S.government securities:			
3 Monate	4,50-5,36	5,16-5,65	5,94-7,24
6 Monate	4,65-5,79	5,33-5,83	6,05-7,62
9 - 12 Monate	4,61-5,80	5,40-5,83	5,98-7,38
andere	4,71-5,80	5,55-6,06	6,00-7,94

Quelle: Federal Reserve Bulletins

Es überrascht daher nicht, daß die Banken erhebliche Summen der CD's verloren. Beispielsweise sanken von Dezember 1968 bis zum Dezember 1969 die CD's von 23,6 Mrd. auf 11,1 Mrd. Dollar; das heißt über die Hälfte wurde abgezogen¹⁾. Dieser Umstand führte dazu, daß die großen amerikanischen Geschäftsbanken mit Niederlassungen in Europa sich des Eurodollarmarktes bedienten, um ihre Liquiditätsreserven und damit die Höhe ihrer Bankkredite aufrechterhalten zu können²⁾. Dadurch konnten einzelne Banken sich den Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik teilweise entziehen.

Tab.3: Summe der "Negotiable Certificates of Deposits of 100 000 Dollar or more" der "Large weekly Reporting Commercial Banks" (in Milliarden Dollar)

Monat	Jahr	Summe	Jahr	Summe	Jahr	Summe	Jahr	Summe
Januar	1964	10,3	1965	13,7	1966	16,3	1967	17,2
Februar		10,8		14,1		16,7		18,5
März		10,9		14,3		17,0		19,1
April		11,4		14,8		17,6		18,8
Mai		12,0		15,4		17,9		18,8
Juni		12,0		15,6		17,8		19,2
Juli		12,3		15,9		18,3		19,5
August		12,5		16,5		18,4		20,5
September		12,3		16,2		17,4		20,2
Oktober		12,6		16,5		16,2		20,1
November		13,0		16,6		15,6		20,8
Dezember		12,9		16,2		15,6		20,6
Januar	1968	20,7	1969	21,6	1970	10,5	1971	27,0
Februar		20,9		20,2		10,6		27,4
März		20,7		19,0		11,5		28,0
April		19,9		18,1		12,8		27,1
Mai		19,6		17,2		13,0		27,6
Juni		19,3		15,7		13,2		28,4
Juli		20,7		13,9		16,6		29,5
August		22,2		12,9		19,5		31,2
September		23,0		11,9		21,6		32,1
Oktober		23,0		11,5		23,2		33,6
November		23,8		11,4		24,6		33,7
Dezember		23,6		11,1		25,8		33,9

Quelle: Federal Reserve Bulletin

1) Vgl. Brimmer, Euro-Dollar Flows, a.a.O., S.7.

2) "From January 1, 1969 to July 31, 1969 CD deposit liabilities of U.S. banks went down 9.3 billion dollar, and went up 8.6 billion dollar. The closeness of these two numbers is not coincidental." Friedman, a.a.O., S.13.

γ. Die Umschichtungen von Termineinlagen zu Sichteinlagen

Noch ein dritter Punkt ist für das Verständnis der Auswirkungen der restriktiven kreditpolitischen Maßnahmen der Fed auf die Liquidität der amerikanischen Banken von Bedeutung. Der Abzug der CD's traf das Bankensystem nicht in vollem Umfang, da viele Investoren dafür Wertpapiere verschiedener Firmen kauften. Dieses Geld floß zum großen Teil wieder als Sichtguthaben in das Bankensystem zurück. Da aber die Mindestreserven für Sichteinlagen mehr als dreimal so hoch waren wie die Mindestreserven für Termineinlagen - und damit für CD's -, waren die Banken gezwungen, zusätzliche Mindestreserven zu halten¹⁾. Die Erfüllung der gestiegenen Mindestreserveverpflichtungen könnte die Fed durch den Ankauf von Staatspapieren aus dem Besitz der Geschäftsbanken ermöglichen, wozu sie allerdings während der Periode einer restriktiven Geldpolitik nur begrenzt bereit ist. Die einzelne Bank sollte dadurch gezwungen werden, durch den Verkauf von Wertpapieren oder durch die Einschränkung ihrer Kreditvergabe den höheren Mindestreserveverpflichtungen nachzukommen.

Ein Ausweg für die Banken bestand darin, daß sie Liquidität erwarben, die nicht als Einlage angesehen wird²⁾. Durch die Teilnahme ihrer europäischen Niederlassungen am Eurodollarmarkt fanden die amerikanischen Geschäftsbanken eine solche Möglichkeit, indem die Niederlassungen Eurodollareinlagen aufnahmen, um diese als Eurodollarkredite an ihre amerikanische

1) Vgl. Bell, The Euro-dollar Market..., a.a.O., S. 56. (17 1/2% für Sichteinlagen und 5% für Termineinlagen)

2) "Die Auszahlung von CD's an ihre Inhaber, die der Überweisung der Dollars an die Eurobanken vorausgeht, nimmt die Form von Sichteinlagen an, die dann ... an die Eurobanken übertragen wurden. Hätten die Filialen, in deren Hände diese Dollars weitgehend gerieten, sie zur Kreditgewährung an die Wirtschaft benutzt, wären sie weiter als Sichteinlagen bestehen geblieben und einem höheren Reservesatz unterworfen gewesen als die CD's, deren Auflösung sie ihre Existenz verdankten. Wenn die Banken diese Liquiditätsklemme vermeiden wollten, waren sie also darauf angewiesen, die CD's durch Einlagen zu ersetzen, die sie nicht in Liquiditätsschwierigkeiten brachten. Sie hatten also ein Interesse daran, Einlagen von ihren Filialen zu erhalten." Lutz, a.a.O., S. 199.

Zentrale weiterzuleiten. Diese Eurodollarkredite an die amerikanische Zentrale werden als eine Verschuldung der amerikanischen Bank bei ihrer ausländischen Niederlassung definiert. Die Banken hatten für diese Kreditnahme keine Mindestreserven zu zahlen.

b. Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt als Antwort auf die restriktive Geld- und Kreditpolitik der Fed

α. Eurodollarkredite zur Verringerung der Mindestreservebelastungen

Bis zum Jahre 1966 beschäftigten sich lediglich einige große amerikanische Banken mit dem Eurodollarmarkt im Rahmen ihrer Liquiditätspolitik und ihrer Reservehaltung. Die meisten Banken betrachteten bis dahin den Eurodollarmarkt als zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeit von geringer Bedeutung. Die Summe der Verbindlichkeiten bei ausländischen Zweigstellen - der offizielle Ausdruck für die Refinanzierung am Eurodollarmarkt¹⁾ - war nie größer als 2 Mrd. Dollar für alle Banken zusammen.

In der Mitte des Jahres 1966 traf der Verlust der CD's die amerikanischen Geschäftsbanken besonders hart. Dieser Verlust war darauf zurückzuführen, daß die Geldmarktzinsen über die 5 1/2%-Grenze, die durch die Regulation Q für CD's festgelegt war, stiegen. Vom Juli bis zum Dezember 1966 fiel der Bestand an CD's von 18,4 Mrd. auf 15,6 Mrd. Dollar. Daraufhin vergrößerten die Banken ihre Eurodollarkreditaufnahme, die bis dahin ein Volumen von 2,3 Mrd. Dollar hatte, bis zum Ende des Jahres 1966 auf über 4,2 Mrd. Dollar.

1) Die statistische Angabe unter dem Titel: "Liabilities of United States Banks to their Foreign Branches" der Fed im Federal Reserve Bulletin entsprechen im wesentlichen den Eurodollarkrediten amerikanischer Banken. Vgl. "Assets and Liabilities of Foreign Branches of U.S. Banks", Federal Reserve Bulletin (Februar 1972), S.106-121.

Dieses zunehmende Interesse am Eurodollarmarkt kann auf mehrere Faktoren zurückgeführt werden. Der besondere Wert der Eurodollars bestand darin, daß die Einlagen der ausländischen Niederlassungen bei den amerikanischen Geschäftsbanken nicht den heimischen Mindestreservevorschriften für Sicht- und Termineinlagen unterlagen. Die ausländischen Niederlassungen konnten Zinsen in unbegrenzter Höhe für Sicht- und Terminguthaben bezahlen; diese Zinsen waren nicht Gegenstand der Regulation Q und wurden durch keine Zinshöchstgrenze beeinflusst¹⁾. Die Zweigstellen waren also in der Lage, ihre Zentralen mit Geldmitteln zu versorgen, die diese in den Vereinigten Staaten entweder nicht mehr oder nicht mehr zu diesen Bedingungen erwerben konnten.

Die Kredite, die die amerikanischen Zentralen bei ihren ausländischen Niederlassungen aufnahmen, konnten für ein kontinuierliches Wachstum der Liquiditätsreserven im Rahmen einer expansiven Kreditpolitik der Zentrale verwendet werden. Durch das Fehlen von Mindestreserveverpflichtungen waren Eurodollarkredite für die amerikanischen Banken zeitweise günstiger als die Ausgabe von CD's. Die Refinanzierung am Eurodollarmarkt erfolgte zumeist unter der Direktive der Zentrale, die ihrer ausländischen Niederlassung detaillierte Angaben über die benötigte Summe, die Zinsobergrenze und die Laufzeiten gab²⁾.

Darüber hinaus nahmen einige Banken Tagesgelder am Eurodollarmarkt auf, um ihren Mindestreserveverpflichtungen nachkommen zu können. Die meisten Eurodollarkredite, die für einen kurzfristigen Ausgleich der Mindestreserven benötigt wurden, wurden in dieser Zeit über das Wochenende aufgenommen. Die amerikanischen Banken nahmen damit eine besondere Form der Zinsarbitrage zwischen dem Eurodollarmarkt und dem amerikanischen Geldmarkt vor. Die Ursachen für dieses Arbitragegeschäft sind in den Besonderheiten des Verrechnungssystems zu suchen, auf die im folgenden näher einzugehen ist³⁾.

1) Die Niederlassungen amerikanischer Banken unterliegen den Bankgesetzen der Länder, in denen sie sich niedergelassen haben.

2) Vgl. Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity...", a.a.O., S. 130-138.

3) Vgl. die folgenden Ausführungen, Brandes, a.a.O., S. 257-260.

Abrechnungen zwischen den New Yorker Banken erfolgen im allgemeinen per Scheck, der über das Clearing-House, die Abrechnungsstelle der Federal Reserve Bank of New York einge-
zogen wird. Schuldet eine Bank einer anderen Bank einen Betrag, so übergibt sie einen Scheck auf sich der Gläubigerbank, die diesen Scheck über die Abrechnungsstelle der Federal Reserve Bank einziehen läßt. Gutschriften und Belastungen auf dem entsprechenden Zentralbankgeldkonto werden vom Clearing-House jeweils mit der Wertstellung: ein Werktag nach Scheckeingang vorgenommen. Dieser Eigenart des Abrechnungssystems bedienten sich die New Yorker Banken, die über eigene Niederlassungen in Europa verfügten, indem sie diese anwiesen, regelmäßig Over-Night-Eurodollars per Donnerstag aufzunehmen. Diese Tagesgelder wurden am Freitag wieder zurückgezahlt, wobei die Wertstellung des entsprechenden Schecks erst einen Werktag nach Scheckeinreichung, dem Montag, erfolgte. Die für einen Tag aufgenommenen Dollars standen somit der Bank auch über das Wochenende - demnach drei Tage - zur Verfügung, wobei der Zinsaufwand lediglich dem Eurodollarzins für einen Tag entsprach.

Die ersten Banken, die diese Möglichkeiten ausnutzten, konnten dadurch einen erheblichen Zinsgewinn in Anspruch nehmen. Je mehr Banken aber diese Möglichkeit wahrnahmen, desto höher stiegen die Zinsen für Over-Night-Eurodollars per Donnerstag und verringerten den zu erzielenden Arbitragegewinn. Im März 1964 betrug dieser Gewinn noch ca. 5% pro Jahr, im Herbst 1964 noch 3,75% und im März 1965 nur noch 0,85%. Ende des Jahres 1965 stieg der Umfang dieser Wochenendgeschäfte so an, daß der Zins für Over-Night-Eurodollars ungefähr den dreifachen Wert des Zinses für Federal-Funds erreichte.

Dennoch gingen die Wochenend-Eurodollaraufnahmen amerikanischer Banken nicht zurück. Aufgrund der starken Anspannung des amerikanischen Geldmarktes waren die Banken bereit, Eurodollars vom Donnerstag zum Freitag zu Zinssätzen aufzunehmen, die den Zinsvorteil aufgrund der Wochenendaufnahmen wieder ausglich. Die amerikanischen Banken konnten diese Mittel für die Erfüllung ihrer Mindestreserveverpflichtungen heranziehen. Dadurch konnten sie das für die Erfüllung des Mindestreservesolls notwendige Zentralbankguthaben an den anderen Wochentagen unterschreiten.

Da Eurodollars Einlagen bei amerikanischen Banken sind, steht jeder Bank, die am Donnerstag einen Eurodollarkredit aufnimmt, und der dadurch Liquidität zufließt, ein anderes amerikanisches Kreditinstitut gegenüber, das einen entsprechenden Einlagenabzug zu verzeichnen hat. Dies führte dazu, daß die Wochenendverschuldungen mehr und mehr defensiven Charakter bekamen. Eine Bank mußte sich am Eurodollarmarkt verschulden, um damit den Liquiditätsabfluß auszugleichen, der ihr durch die Verschuldung anderer Banken entstand.

Daß dennoch der Nettoliquiditätszufluß für die Banken insgesamt größer als Null war, lag daran, daß viele europäische Devisenhandelsbanken im Vorgriff auf den Donnerstagstermin ihre Dollarbestände erhöhten. Zum einen wurden Deviseneingänge bis Donnerstag zurückgehalten und erst am Freitag bei der Zentralbank eingereicht, zum anderen kauften die Banken Dollars am Devisenmarkt. Da die Zentralbanken der betroffenen europäischen Länder im allgemeinen Sichtguthaben bei amerikanischen Banken nur in Höhe ihrer Dollartransaktionskasse halten, waren sie gezwungen, ihre Transaktionskasse für den Devisenmarkt entsprechend zu erhöhen, während ihnen andererseits weniger Dollars zufließen, die sie gewinnbringend hätten anlegen können. Der Nettoliquiditätszufluß für die New Yorker Banken, der sich aus diesen Wochenendgeschäften ergab, wird auf ca. 200 Mill. Dollar je Donnerstag geschätzt. Neben dieser Möglichkeit, die Mindestreserven durch Eurodollarkredite zu reduzieren, konnten auch die Schecks, die für den Transfer und die Rückzahlung kurzfristiger Kredite ausgestellt wurden, von der Einlagensumme abgezogen werden.

Wenn eine Niederlassung einer amerikanischen Bank Eurodollars für ihre Zentrale aufnimmt, wird die entsprechende amerikanische Korrespondenzbank angewiesen, den Betrag auf das Konto der Niederlassung bei ihrer Zentrale zu überweisen. Diese Überweisung wird mit einem Kassenscheck vorgenommen, wodurch sich die cash items in process of collection (C.I.P.C.) der Zentrale um diesen Betrag erhöhen. Dadurch reduzieren sich die Netto-Sichteinlagen, für die die Mindestreserve berechnet wird. Cash items in the process of collection and due from other banks werden von den Brutto-Sichteinlagen abgezogen, damit die Bank

nicht vorzeitig Reserven für Einlagen halten muß, die ihr noch nicht zur Verfügung stehen. So führten die Eurodollarkredite zu einem Anstieg der freien Reserven der Zentrale, denn die Bank konnte ihre Mindestreserven in der Regel um einen Tag reduzieren, bis der Scheck über die Clearingstelle verrechnet war.

Dieser Anstieg der C.I.P.C. wird bei der Rückzahlung der Eurodollarkredite nicht wieder ausgeglichen. Die Rückzahlung der Kredite bei einer ausländischen Zweigstelle erfolgte durch einen Wechsel (bills payable check oder officer's check) der - im Gegensatz zum Kassenscheck (cashier's check) - nicht bei der Berechnung der Sichteinlagen berücksichtigt werden konnte.

Die folgenden Abbildungen zeigen diesen Vorgang vor und nach der Verrechnung des Kassenschecks.

Abb.5: Verbuchung der Eurodollarkredite vor der Verrechnung bei der Clearingbank

Zentrale		Ausländische Niederlassung	
+ CIPC	+ Verbindlichkeit gegenüber der ausländischen Niederlassung	+ Kredit an die Zentrale	+ Verbindlichkeit bei der Eurobank
Eurobank		Amerikanische Korrespondenzbank der Eurobank	
- Guthaben bei der Korrespondenzbank			- Einlage der Eurobank
+ Kredit an die ausländische Niederlassung			+ Kassenscheck

Abb.6: Verbuchung der Eurodollarkredite nach der Verrechnung bei der Clearingbank

Zentrale		Ausländische Niederlassung	
+ Reserven	+ Verbindlichkeit gegenüber der ausländischen Niederlassung	+ Kredit an die Zentrale	+ Verbindlichkeit bei der Eurobank
Eurobank		Amerikanische Korrespondenzbank der Eurobank	
- Guthaben bei der Korrespondenzbank		- Reserven	- Einlage der Eurobank
+ Kredit an die ausländische Niederlassung			

Dieser Verrechnungsmodus konnte dahingehend "mißbraucht" werden, daß die Zentrale und die amerikanische Korrespondenzbank der Eurobank eine Vereinbarung trafen, sich den Eurodollar-kredit im Wechsel für einen Tag auszuleihen. Da sich die Zinszahlungen gegenseitig aufhoben, konnten die Banken ihre Mindestreserven ohne zusätzliche Kosten langfristig reduzieren. Dufey nennt dies: "An intriguing example of how member banks used the Eurodollar market to play havoc with the FRB's authority was the 'cash items escapade' of the late 1960s."¹⁾

1) Gunter Dufey, Ian H. Giddy, The International Money Market (Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1978), S.208.

ß. Die Entwicklung der Eurodollar-Kreditaufnahme
amerikanischer Banken in den Jahren 1965-1969

Zu Beginn des Jahres 1965 wurde in den Vereinigten Staaten ein Programm zur Begrenzung der Ausdehnung von Krediten an Ausländer eingeführt. Dieses Programm, das zuerst auf freiwilliger Basis, aber dann zunehmend als Vorschrift durchgeführt wurde, begrenzte die Bankkredite für Ausländer auf 105% der Summe, die am Stichtag, dem 13. Dezember 1964, vom Kreditnehmer in Anspruch genommen worden war¹⁾. Im Endeffekt wurde dadurch die Nachfrage nach Eurodollarkrediten angeregt, während das Wachstum des Eurodollarangebotes leicht zurückging.

Dieses Programm und die fehlende Konkurrenz der amerikanischen Banken, die darüber hinaus durch die Regulation Q benachteiligt waren, führten dazu, daß sich die Eurobanken in zunehmendem Maße mit der Vergabe von Eurodollarkrediten beschäftigten. Begünstigt durch die Kreditknappheit in den Vereinigten Staaten gewann der Eurodollarmarkt im Jahre 1965 zunehmend an Bedeutung und etablierte sich als anerkannter internationaler Geldmarkt. Diese Entwicklung wurde dadurch verstärkt, daß sich verschiedene Zentralbanken an diesem Markt beteiligten. Nach Angaben der BIZ legten offizielle Institute 1965 über 1,6 Mrd. Dollar am Eurodollarmarkt an. Diese Geldmittel und weitere Dollarzuflüsse aus Europa waren hauptsächlich für das Anwachsen des Dollarangebotes verantwortlich.

Die Verschuldung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt stieg 1965 nur geringfügig auf 1,8 Mrd. Dollar an. Die Fed hob die Zinsgrenze im Dezember 1965 auf 5,5% an, so daß die amerikanischen Banken in der Lage waren, die benötigte Liquidität im Inland zu erwerben. Allerdings war dies die letzte Zinsanpassung für CD's bis zum April 1968. Die wachsende Nachfrage nach Eurodollarkrediten kam aus Europa und anderen nichtamerikanischen Ländern und war eine Folge des amerikanischen Programms zur Kreditbeschränkung²⁾.

1) Vgl. Ellicott, a.a.O., S. 47-63.

2) Vgl. BIZ, 36. Jahresbericht, 1965/1966, S. 153-168.

Im Jahre 1966 erlebte der Eurodollarmarkt eine bis dahin beispiellose Ausdehnung um 3 Mrd.Dollar auf ein geschätztes Nettovolumen von 14,5 Mrd.Dollar. Nach Angaben der BIZ war die Kreditknappheit in den Vereinigten Staaten der Hauptfaktor für diese Entwicklung, da sie zu einer erheblichen Verschuldung der amerikanischen Banken am Eurodollarmarkt führte. Die Kredite an amerikanische Banken stiegen auf 4,2 Mrd. Dollar. Dies entsprach mehr als drei Viertel des zusätzlichen Dollarangebotes am Eurodollarmarkt in diesem Jahr. Dieser Nachfragesteigerung folgte ein entsprechender Anstieg der Zinsraten am Eurodollarmarkt; bis zum September des Jahres 1966 stiegen die Zinsen auf 7,06%. Das führte dazu, daß größere Dollarbeträge am Eurodollarmarkt angelegt wurden.

Dabei kamen die Mittel aus unterschiedlichen Quellen. Die Eurodollareinlagen aus den Vereinigten Staaten stiegen um 0,3 Mrd., in erster Linie aufgrund der Einlagen amerikanischer Unternehmen, die durch den Verkauf von Eurobonds kurzfristig über freie Liquidität verfügten. Aus anderen Ländern außerhalb Europas wurden zusätzlich 0,5 Mrd.Dollar angeboten. Die Nettoeinlagen europäischer Nicht-Banken stiegen um 0,2 Mrd., während der größte Teil des Eurodollarangebotes, 1,6 Mrd.Dollar, vom Umtausch anderer Währungen in Dollar und von verschiedenen Zentralbanken stammte. Die BIZ schätzt, daß Zentralbanken und staatliche Stellen über 0,8 Mrd.Dollar am Eurodollarmarkt anlegten¹⁾.

Das Wachstum des Eurodollarmarktes im Jahre 1967 entsprach in etwa dem des Jahres 1966. Das Nettovolumen des Marktes wurde auf 17,5 Mrd. am Ende des Jahres geschätzt. Die Ursachen für dieses Wachstum unterschieden sich von denen des Vorjahres jedoch fundamental. Das wachsende Angebot kann in diesem Jahr durch die expansive Geldpolitik in Europa und in den Vereinigten Staaten erklärt werden. Die Verschuldung amerikanischer Banken sank im ersten Halbjahr von annähernd 4 Mrd. auf 3 Mrd.Dollar. Zur gleichen Zeit legten besonders die deutschen Banken hohe Dollarbeträge am Eurodollarmarkt an. Die Zinsraten, die im

1) Vgl.BIZ, 37.Jahresbericht, 1966/1967, S.153-169.

Dezember 1966 6,56% erreicht hatten, fielen auf 5,38% Ende März 1967. Gleichzeitig konnte eine Verschiebung der Nachfragestruktur festgestellt werden. Zum ersten Mal seit 1964 überstieg die Verschuldung anderer nichteuropäischer Länder die Verschuldung der amerikanischen Banken.

Im Juni des Jahres begannen die amerikanischen Banken, sich erneut am Eurodollarmarkt zu verschulden; im November des Jahres erreichte diese Verschuldung einen neuen Höchststand von 4,5 Mrd.Dollar. Dies kann damit erklärt werden, daß die Eurodollarkredite im dritten Quartal des Jahres relativ niedrig verzinst wurden; die Differenz zwischen der Zinsrate für Eurodollarkredite und der Zinsrate für CD's in den Vereinigten Staaten betrug zeitweise weniger als 1/8%, wodurch die effektive Verzinsung für Eurodollars geringer war als die Kosten für CD's. Die gestiegene Nachfrage der amerikanischen Banken führte zu einem Anstieg der Eurodollarzinsen auf 6,31% im Dezember des Jahres¹⁾.

Die Restriktionen auf den nationalen Finanzmärkten gegen Ende des Jahres 1967 führten zu einem größeren Wachstum des Eurodollarmarktes im Jahre 1968. Das Nettovolumen des Marktes stieg bis zum Ende des Jahres um beinahe 8 Mrd.Dollar und erreichte eine Höhe von 25 Mrd.Dollar. Nach Angaben der BIZ lagen die Gründe für die gestiegene Nachfrage in erster Linie in der restriktiven Geldpolitik in den Vereinigten Staaten, dem amerikanischen Programm zur Kreditbeschränkung und den Unsicherheiten auf den Währungsmärkten.

Die beiden letztgenannten Gründe hatten ebenfalls entsprechende Auswirkungen auf das Angebot am Eurodollarmarkt, verbunden mit einer relativ expansiven Geldpolitik in Europa. In diesem Jahr führte ein verschärftes Programm zur Beschränkung ausländischer Kredite in den Vereinigten Staaten zu einer zunehmenden Abhängigkeit europäischer Schuldner - besonders der amerikanischen Tochterfirmen - vom Eurodollarmarkt. Diese

1) Vgl.BIZ, 38.Jahresbericht, 1967/1968, S.159-177.

Firmen begannen, sich langfristig zu verschulden, indem sie sogenannte Eurobonds ausgaben. Dadurch erhielten sie kurzfristig frei verfügbare Liquidität, die sie bei entsprechender Zinsrate wieder am Eurodollarmarkt anlegten.

Als die amerikanischen Banken ihre Nachfrage Mitte des Jahres erhöhten, zeigte das Angebot an Eurodollars - nach Aussagen der BIZ - eine bemerkenswerte Elastizität, da die Eurobanken in großem Umfang ihre heimische Währung in Dollars umtauschten und ihre Dollarkredite an Inländer einschränkten. Die gestiegene Nachfrage bewirkte einen Anstieg der Zinsrate auf 7,25%. Diese Zinsrate fiel wieder, nachdem - aufgrund der Unruhen in Frankreich - vermehrt französische Franc in Dollar umgetauscht wurden, während die amerikanischen Banken ihre Verschuldungen fortsetzten. Diese Verschuldungen erreichten im Herbst eine Rekordhöhe von über 7 Mrd. Dollar und stiegen damit um über 2,5 Mrd. Dollar über den Stand des Vorjahres.

Am 19.4.1968 erhöhte die Fed die Zinsobergrenzen der Regulation Q für Einlagen zwischen 60 und 89 Tagen auf 5,75%. Die Zinsraten für Eurodollareinlagen - 6% in den Monaten August und September - übertrafen die Zinsraten für CD's in den Vereinigten Staaten nur um 1/4%, wodurch Eurodollarkredite für amerikanische Banken aus Kostengründen besonders interessant waren.

Nach der Phase eines relativ niedrigen Zinsniveaus am Eurodollarmarkt führte der Aufwärtstrend der Zinsraten in den Vereinigten Staaten zu einer zusätzlichen Nachfrage und einem entsprechenden Zinsanstieg auf 7,13% im Dezember des Jahres. Gleichzeitig verschärfte sich die restriktive Geldpolitik in den Vereinigten Staaten, so daß die amerikanischen Banken ihre Nachfrage nach Eurodollarkrediten rasch ausweiteten¹⁾.

1) Vgl. BIZ, 39. Jahresbericht, 1968/1969, S. 153-171.

Dies führte im Jahre 1969 zu einer bis dahin einmaligen Ausdehnung des Eurodollarmarktes. Das Nettovolumen des Marktes stieg um 12,5 Mrd. auf 37,5 Mrd.Dollar. Dies entsprach mehr als dem Doppelten des Nettovolumens von 1967. In der ersten Hälfte des Jahres 1969 vergrößerten die amerikanischen Banken ihre Eurodollarkredite um etwas über 7 Mrd.Dollar. Nach Angaben der BIZ stieg der Nettoumfang des Marktes um 8,5 Mrd.Dollar, so daß über 80% des zusätzlichen Angebotes von amerikanischen Banken nachgefragt wurde. Diese Nachfragesteigerung wurde von einem außergewöhnlichen Zinsanstieg begleitet¹⁾; im März 1969 stieg die Zinsrate auf 8,44%, Ende April erreichte sie 9,5%. Der Höhepunkt, 12,6%, wurde Anfang Juni 1969 erreicht²⁾.

Als sich die Fed im Dezember 1968 zu einer besonders ausgeprägten restriktiven Geldpolitik entschied, weigerte sie sich, die Zinsobergrenze für Terminguthaben zu erhöhen. Gleichzeitig erreichten die Zinsraten für neu ausgegebene marktfähige CD's die Zinsobergrenze von 6,25% bei einer Mindestlaufzeit von 6 Monaten. Als die Erträge alternativer kurzfristiger Geldmarktpapiere weiter anstiegen, beschleunigte sich der Abfluß der CD's. Von Mitte Dezember 1968 bis zum 29.Oktober 1969 sank das Volumen der ausgegebenen CD's von 24,4 Mrd. auf 11,5 Mrd.Dollar, eine Verringerung von 12,9 Mrd.Dollar. Als Antwort auf diesen Einlageverlust verschuldeten sich die Banken mit ausländischen Niederlassungen in besonderem Umfang am Eurodollarmarkt. Banken ohne Niederlassungen verschuldeten sich am Geldmarkt und beim Federal System³⁾.

1) Vgl.Paul de Grauwe, "Die Entwicklung des Eurowährungsmarktes", Finanzierung und Entwicklung, 12, Nr. 3 (September 1975), S.15; Julien-Pierre Koszul, "Trends in Eurodollars", Euromoney, 1, Nr.1 (Januar 1970), S.27.

2) Vgl.BIZ, 40. Jahresbericht, 1969/1970, S.159-179.

3) Vgl.Andrew Brimmer, The Euro-Dollar Market and the United States Balance of Payments. A Paper Presented at the London School of Economics (Washington,D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1969), S.8f.

Tab.4: Summe der "Liabilities of United States Banks
to Their Foreign Branches" (in Milliarden Dollar)

Monat	Jahr	Summe	Jahr	Summe	Jahr	Summe	Jahr	Summe
Januar	1964	0,951	1965	1,213	1966	1,584	1967	3,740
Februar		1,120		1,585		1,821		3,353
März		1,022		1,418		1,903		3,399
April		1,073		1,402		1,891		3,112
Mai		1,166		1,381		1,892		2,923
Juni		0,978		1,373		1,936		3,108
Juli		0,941		1,541		2,362		3,400
August		1,111		1,679		2,943		3,785
September		1,178		1,770		3,355		3,919
Oktober		1,181		1,698		3,483		4,224
November		1,250		1,732		3,972		4,515
Dezember		1,400		1,550		4,218		4,430
Januar	1968	4,311	1969	7,738	1970	13,701	1971	7,661
Februar		4,524		8,539		13,195		7,051
März		4,667		9,460		12,283		5,740
April		4,810		9,618		11,707		5,124
Mai		5,448		12,871		11,988		4,710
Juni		6,150		13,246		13,015		4,997
Juli		6,604		14,945		11,225		4,889
August		6,855		14,479		10,392		4,497
September		7,247		14,608		10,173		3,510
Oktober		7,081		14,331		9,578		3,167
November		7,151		14,682		8,779		3,033
Dezember		7,105		14,049		8,070		1,623

Quelle: Federal Reserve Bulletin

γ. Die Determinanten der Verschuldung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt

Aus den bisherigen Ausführungen wird deutlich, daß die Politik der Fed die Höhe der Verschuldung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt in signifikanter Weise beeinflusst. Daher muß sich eine Analyse der Determinanten, die eine Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt in der zweiten Hälfte der 60er Jahre erklären, mit dem Einfluß der restriktiven Geldpolitik auf die Geschäftspolitik amerikanischer Banken beschäftigen. Die Verfügbarkeit von Reserven und andere Faktoren, die durch die Fed beeinflusst werden können, bilden einen

Teil der Variablen, die im Rahmen einer quantitativen Untersuchung berücksichtigt werden müssen.

Darüber hinaus müssen die einzelnen Kostenfaktoren für Liquiditätsreserven in Betracht gezogen werden. Die Nachfrage nach Eurodollars kann als abgeleitete Nachfrage verstanden werden, da sie wiederum von der Nachfrage nach Krediten bei den amerikanischen Banken abhängt. Diese Kreditnachfrage muß innerhalb einer Nachfragefunktion amerikanischer Banken nach Eurodollars berücksichtigt werden. Saisonale Einflüsse und Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen, in denen die Banken ihre Geschäftstätigkeiten durchführen, müssen ebenfalls in einer Nachfragefunktion aufgenommen werden.

Zusammengefaßt können die Determinanten für die Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars als Komplex von Faktoren gesehen werden, die sich gegenseitig beeinflussen. Um herauszufinden, welche Faktoren für diese Nachfrage besonders signifikant sind, wurden verschiedene Regressionsanalysen für die Jahre 1966 bis 1971 durchgeführt, deren Ergebnisse im folgenden vorgestellt werden sollen¹⁾.

Die bekannteste Untersuchung stammt von Stanley Black. Ohne ein formales theoretisches Modell zu entwickeln, nimmt Black an, daß "... the demand for Euro-dollar borrowing (E\$) can be stated as a function of the quantity of CD's (CD with negative sign), the rate paid for Euro-dollars (RE, with negative sign), the rate paid for Federal funds (RFF, with positive sign), and the rate on Treasury bills (RTB, with

1) Es sind dies die Untersuchungen von Stanley W. Black, "An Econometric Study of Euro-Dollar Borrowing by New York Banks and the Rate of Interest on Euro-Dollars", Journal of Finance 26, Nr. 1 (März 1971), S. 83-88; Peter Formuzis, "The Demand for Eurodollars and the Optimum Stock of Bank Liabilities", Journal of Money, Credit and Banking, 5, (August 1973), S. 806-818; Frank Mastrapasqua, "U.S. Bank Expansion Via Foreign Branching: Monetary Policy Implications", New York University, Graduate School of Business Administration, Institute of Finance Bulletin, Nr. 87/88 (New York 1973); Steve B. Steib, "The Demand for Euro-Dollar Borrowings by U.S. Banks", Journal of Finance, 28, Nr. 3 (September 1973), S. 875-879. Vincent G. Massaro, "An Econometric Study of Euro-dollar Borrowing by New York Banks and the Rate of Interest on Eurodollars: Comment", Journal of Finance, 27 (September 1972), S. 927-932. Ähnliche Untersuchungen für den Zeitraum 1978-1979 sind nicht publiziert.

positive sign)."1)

In diese Nachfragefunktion nimmt Black noch eine Trendvariable auf. Danach entwickelt er eine Angebotsfunktion für Eurodollars in London, die zusätzlich die Bankzinsrate in England und den Wechselkurs des Pfundes beinhaltet. Mittels einer einfachen linearen Regression erhält er die Schätzwerte für die reduzierte Form seiner beiden Gleichungen. Seine Nachfragefunktion basiert auf wöchentlichen Daten zwischen 1966 und 1968 und lautet:

$$E\$ = -.446CD - 1480 RE + 650RFF + 1681RTB$$

Black interpretiert diese Nachfragefunktion als "... determining deviations around the unexplained time trend of \$26 million per week."2)

Vincent Massaro bietet - in einem Kommentar zu Black's Untersuchung - eine eigene Version einer Nachfragefunktion amerikanischer Banken nach Eurodollars an. Massaro nimmt dabei (ohne formale Analyse) an, daß die Nachfragefunktion die Veränderungen der Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken im Verhältnis zu Änderungen der Summe der ausgegebenen CD's (CD) und die Differenz zwischen der Zinsrate für Federal funds und kurzfristigen Eurodollarkrediten (RD) beinhalten sollte. Nach Meinung von Massaro sind andere erklärende Variablen statistisch nicht signifikant³⁾. Dies gilt auch für die Variablen, die durch Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik beeinflusst werden, wie die Kreditsumme für Industrie und Handel und die Differenz zwischen der Prime rate und dem Zinssatz für Eurodollars. Dies ist deshalb überraschend, weil die Nachfrage nach Eurodollars in erster Linie als abgeleitete Nachfrage zu verstehen ist. Die Nachfragegleichung von Massaro lautet:

1) Black, a.a.O., S.84.

2) Ibid, S.88.

3) Vgl. Massaro, a.a.O., S.929

$$ES = 74.853 - .359 CD + 517.774RD^{1)}.$$

Die Untersuchung von Steve Steib betrachtet verschiedene Zinsdifferenzen. Nach seiner Meinung führen die absoluten Zinshöhen als erklärende Variablen zu Fehlinterpretationen. Diese Hypothese leitet Steib aus einem formalen Portfolio-modell ab, das er in seinem Artikel allerdings nicht vorstellt. Er entwickelt ein Modell mit zwei Gleichungen, wobei die Nachfrage nach Eurodollars von den Zinsdifferenzen zwischen den Eurodollars und den Treasury bills, den CD's, den Federal funds und dem Diskontsatz abhängt. Darüber hinaus berücksichtigt er Hilfsvariablen, um die Auswirkungen der Regulation Q, verschiedener Mindestreservesätze und des Trends zu erfassen. Eine Angebotsfunktion berücksichtigt die Zinsunterschiede für Londoner und deutschen Anbieter von Eurodollars. Steib verwendet eine zweistufige lineare Regression für die Schätzwerte der Gleichungen. Dabei beruhen die Schätzwerte auf monatlichen Daten der Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken zwischen den Jahren 1966 bis April 1971.

Dabei errechnete Steib, daß die Zinsdifferenzen für Euro-dollar-Tagesgelder signifikante Koeffizienten ergeben, während die Koeffizienten für die Zinsdifferenzen bei Eurodollars mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten nicht signifikant sind. Aber nur die Zinsdifferenz zwischen Federal funds und Eurodollars ist signifikant mit dem angenommenen Vorzeichen. Die Zinsdifferenz zwischen dem Diskontsatz und Eurodollars ergibt zwar einen signifikanten Koeffizienten, allerdings mit einem anderen Vorzeichen als theoretisch angenommen²⁾. Steib schreibt, daß die Verwendung von Variablen, die die Differenzen ausdrücken, für seine Studie ausschlaggebend war. Es ist aber schwierig zu verstehen, wie die Ergebnisse, die er erhielt, die Anwendung dieser Variablen rechtfertigen. Der Trend ist sowohl in der Angebots-, als auch in der Nachfragefunktion

1) Massaro, a.a.O., S. 929.

2) Vgl. Steib, a.a.O., S. 878.

signifikant¹⁾. Dies läßt darauf schließen, daß Steib wichtige Variablen in seiner Untersuchung nicht berücksichtigt hat.

Die empirische Analyse von Peter Formuzis, abgeleitet von einem "... single stage optional inventory model..."²⁾ ist mit der Untersuchung von Black vergleichbar. Formuzis nimmt an, daß die Nachfrage nach Eurodollars amerikanischer Banken vom Zinssatz für Eurodollar-Tagesgelder (r_e), dem Zinssatz für Treasury bills (r_z), der Kreditsumme der Banken (Z), der Höhe der Sichteinlagen (D) und der Höhe der Termineinlagen (C) abhängt. In einer zweiten Nachfragefunktion ersetzt er die Termineinlagen durch CD's. Darüber hinaus enthalten die Nachfragefunktionen eine Dummyvariable, um die Einführung der Mindestreserve 1969 für die Eurodollarkreditaufnahme zu berücksichtigen.

Formuzis führt eine einfache und eine zweistufige lineare Regressionsanalyse durch, um alternative Schätzwerte für die Parameter zu erhalten. Die Ergebnisse beider Methoden unterscheiden sich allerdings nicht wesentlich. Die Regressionsanalyse beruht auf wöchentliche Daten der New Yorker Banken zwischen Januar 1966 und März 1970. Im folgenden sei die Gleichung angegeben, die durch die einfache lineare Regressionsanalyse gewonnen wurde.

$$E\$ - 43,44 - .87r_e + 81r_z + 6.29Z - .86D - .61C.$$

Alle Variablen sind signifikant auf dem ein Prozent Niveau.

Die Untersuchung von Mastrapasqua beschäftigt sich nur am Rande mit einer Nachfragefunktion amerikanischer Banken nach Eurodollars. Diese enthält folgende Variablen: die Kreditvergabe der New Yorker Banken, die Zinsdifferenz zwischen Treasury bills und neu ausgegebenen CD's und der Wachstumsrate der freien Reserven der New Yorker Banken. Diese Nachfragefunktion

1) Vgl. Steib, a.a.O., S. 879.

2) Formuzis, a.a.O., S. 807.

enthält keinen Zinssatz für Eurodollarkredite. Mastrapasqua schreibt dazu, daß "... a relative price variable ... the differential between the Euro-dollar rate and the Federal funds rate ... was tested, but meaningless results were generated."¹⁾

Im folgenden soll auf die Variablen eingegangen werden, die in den verschiedenen Untersuchungen als Erklärung der Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars angegeben wurden.

1. Die Zinsrate für Eurodollareinlagen

Die Zinsrate für Eurodollareinlagen kann als nomineller Preis für Eurodollars angesehen werden und könnte daher die Summe der Eurodollars beeinflussen, die von den amerikanischen Banken nachgefragt wird. Das Ausmaß der Verschuldung müßte zurückgehen, wenn diese Zinsrate steigt. Zu diesem Ergebnis kommen Black und Formuzis. Die Zinsrate am Eurodollarmarkt könnte aber auch in einer direkten Beziehung zur Nachfrage nach Eurodollars stehen, da die Zinsen steigen, wenn die Nachfrage der amerikanischen Banken nach Eurodollars zunimmt. Dies ist der Fall, wenn die Nachfrage relativ preisunelastisch ist, das heißt, wenn in bestimmten wirtschaftlichen Situationen die amerikanischen Banken Eurodollars unabhängig von den Zinsen nachfragen. Dies wäre eine Erklärung, warum Mastrapasqua diese Variable als nicht signifikant ablehnt.

2. Die Zinsrate für Federal funds

Die Zinsrate für Federal funds kann als Indikator für die Verfügbarkeit und die Kosten alternativer Geldmittel herangezogen werden. Steigen diese Zinsraten als Ergebnis einer restriktiven Geldpolitik, so werden die Eurodollars - ceteris paribus - als Liquiditätsquelle relativ billiger. Daher kann eine direkte Beziehung zwischen dieser Zinsrate und der Refinanzierung am Eurodollarmarkt festgestellt werden. Allerdings führt die steigende Nachfrage nach Eurodollars auch zu einem Anstieg der Zinsraten am Eurodollarmarkt, was die Aus-

1) Mastrapasqua, a.a.O., S.50.

sagefähigkeit einschränkt. Massaro und Steib berücksichtigen daher die Zinsdifferenz zwischen Federal funds und kurzfristigen Eurodollarkrediten.

3. Die CD's bei den großen Banken

Die Untersuchungen zeigen, daß die Veränderungen der CD's bei amerikanischen Banken einen relativ großen Einfluß auf die Refinanzierung am Eurodollarmarkt haben. Die CD's sind ein Maßstab für die Verfügbarkeit von Liquidität und für die Konkurrenzfähigkeit einer Bank. Die amerikanischen Banken verschuldeten sich dann am Eurodollarmarkt, als sie einen Verlust dieser Festgelder hinnehmen mußten, wodurch ihre Kreditvergabemöglichkeiten eingeschränkt wurden. Die Veränderungen der CD's werden in den Untersuchungen als wichtigste erklärende Variable angesehen, die in einer indirekten Beziehung zu Änderungen der Eurodollarkredite steht¹⁾.

4. Die Kreditnachfrage bei den amerikanischen Banken

Da die Kreditnachfrage der Nicht-Banken eine Ursache für eine Verschuldung am Eurodollarmarkt darstellt, müßte sie ebenfalls als unabhängige Variable berücksichtigt werden. Steigt die Kreditnachfrage bei den großen Banken mit Zugang zum Eurodollarmarkt während einer restriktiven Geldpolitik, dann wird auch die Verschuldung am Eurodollarmarkt steigen. Aufgrund der Annahme, daß Eurodollars letztlich zur Finanzierung eines Teils dieser Kreditnachfrage herangezogen werden, überrascht es nicht, daß die Untersuchungen von Formuzis und Mastrapasqua eine direkte Beziehung zwischen beiden Größen zeigen.

Da aber die Kreditnachfrage in Zeiten einer expansiven Geldpolitik ebenfalls ansteigen kann, und dabei mit einer reduzierten Refinanzierung am Eurodollarmarkt zu rechnen ist²⁾ - diese Geldquelle wird nun zu kostspielig - ist die Aussagefähigkeit dieser Variablen beschränkt. Dies könnte der Grund sein, warum Massaro sie als nicht signifikant ablehnt.

1) Vgl. Black, a. a. O., S. 86.

2) Vgl. Henry Wallich, "What Ever Became of the Balance of Payments", Morgan Guaranty Survey (März 1970), S. 13f.

5. Die freien Reserven der Banken

Die freien Reserven der Banken nehmen bei einer restriktiven Geldpolitik ab¹⁾. Als Ausgleich verschuldeten sich die Banken am Eurodollarmarkt. Die Untersuchung von Mastrapasqua zeigt, daß eine inverse Beziehung zwischen den freien Reserven und der Refinanzierung am Eurodollarmarkt bestand.

Trotz der großen Unterschiede zeigen die Untersuchungen, daß die Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars weitgehend mit den konkreten Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik in diesem Zeitraum erklärt werden kann. Die Reduzierung der Eurodollarkredite im Jahre 1971 ist ein weiteres Indiz dafür, daß die Banken den Eurodollarmarkt in den Jahren 1966 bis 1969 in erster Linie als zusätzliche Liquiditätsquelle betrachtet haben.

Beim Vergleich der verschiedenen empirischen Untersuchungen fällt auf, daß wenig Einigkeit darüber besteht, welche Variablen die Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars am besten erklären²⁾. Zum Teil ist diese mangelnde Übereinstimmung auf das Fehlen eines formalen theoretischen Modells zurückzuführen. Die empirischen Angebots- und Nachfragefunktionen beruhen teilweise auf willkürlichen Annahmen. Da sich die Schätzwerte darüber hinaus auch auf unterschiedliche Daten und Untersuchungszeiträume beziehen, ist es schwierig, Übereinstimmungen zwischen den verschiedenen Untersuchungen festzustellen.

-
- 1) Vgl. William Dewald, "Free Reserves, Total Reserves, and Monetary Control", *Journal of Political Economy*, 71, Nr.2 (April 1963), S.141-153; Jack Guttentag, "The Strategy of Open-Market Operations", *Quarterly Journal of Economics*, 80, Nr.1 (Februar 1966), S.1-30.
 - 2) Beispielsweise führte die Untersuchung von Black zu einer lebhaften Auseinandersetzung. Vgl. John J. Valentini und Lacy H. Hunt, II, "Eurodollar Borrowing by New York Banks and the Rate of Interest on Eurodollars: Comment", *Journal of Finance* 27, Nr.1 (März 1972), S.130-135; Stanley W. Black, "Reply", *ibid*; Massaro, a.a.O., S.927-932.

c. Kreditpolitische Maßnahmen der Fed zur Einschränkung der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt

Wird die Größe des amerikanischen Geldmarktes mit der Größe des Eurodollarmarktes verglichen, so wird deutlich, daß relativ kleine Nachfrageverschiebungen vom amerikanischen Geldmarkt zum Eurodollarmarkt für diesen zu einer großen Nachfragesteigerung und einem entsprechenden Zinsanstieg führen. In den Jahren 1965 bis 1969 stiegen die Zinsen am amerikanischen Geldmarkt nur um ca. 2%; weniger als die Hälfte des Zinsanstiegs am Eurodollarmarkt (ca.6%), wobei bis zu 80% des Eurodollarangebots von den amerikanischen Banken nachgefragt wurde.

Die Refinanzierung amerikanischer Banken führte indirekt auch zu einem Anstieg der Zinsen in den europäischen Ländern, deren Zinsentwicklung durch den Zins für Eurodollars mitbestimmt wird. Die amerikanische Geldpolitik beeinflusste daher über den Eurodollarmarkt indirekt die nationale Geldpolitik anderer Länder. Die europäischen Zentralbanken wurden gezwungen, auf die Politik der Fed in einer Art und Weise zu reagieren, die nicht immer in Einklang mit ihren nationalen Interessen stand¹⁾.

Darüber hinaus fühlten sich die amerikanischen Banken ohne europäische Zweigstelle benachteiligt, da die Banken, die Zugang zum Eurodollarmarkt hatten, leichter ihr Kreditvolumen aufrechterhalten konnten. Die Fed konnte der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt nicht mehr tatenlos zusehen²⁾.

1) Vgl. Bell, The Euro-dollar Market, a.a.O., S.58-64.

"We have been watching these developments closely to determine whether they were undercutting our program of monetary restraint or having other undesirable effects on the structure of credit availability to businesses and other borrowers and therefore on the pattern and structure of output, or leading to inequities within the banking system or permitting the banks to escape the effects of reserve requirement regulations or ceiling rates of interest on deposits, or leading to practices inconsistent with the principles of sound banking. At the same time, we wanted to avoid unnecessary interference with the workings of financial markets, and we recognized that banks that were experiencing run-off of CD's needed a safety valve-such as the Euro-dollar market-to help them adjust their positions, in order to avoid excessive strains in money markets. All of these facets of the problem have had to be considered very carefully." William McChesney Martin, Jr., "Statement to Congress", Federal Reserve Bulletin, Nr.9 (September 1969), S. 3315.

und führte daher Maßnahmen ein, die den amerikanischen Banken den Anreiz zur Kreditaufnahme am Eurodollarmarkt nehmen sollten.

Als erste dieser Maßnahmen trat die Änderung der Reservevorschriften (Regulation D) am 31. Juli 1969 in Kraft. Diese Änderung betraf die Berechnung der Mindestreserven. Die Vorschrift verpflichtete die amerikanischen Banken, die bei der Rückzahlung ausgegebenen bills payable checks oder officer's checks den Sichteinlagen hinzuzurechnen, die der Mindestreservepflicht unterliegen¹⁾.

Als zweite Maßnahme wurden zum 4. September 1969 die Vorschriften für die Reserven der Mitgliedsbanken (Regulation D) und die Vorschriften für die ausländischen Niederlassungen der Mitgliedsbanken (Regulation M) geändert. Die Änderung der Regulation D sah eine 10%ige Mindestreserve für Verbindlichkeiten der Mitgliedsbanken bei ausländischen Banken vor, soweit diese über einen reservefreien Betrag hinausgingen.

Die Änderung der Regulation M schrieb den Banken eine Mindestreserve von 10% für die Nettoverbindlichkeiten der Mitgliedsbanken bei ihren ausländischen Niederlassungen vor, wenn dadurch ein reservefreier Betrag überschritten wurde. Dieser Betrag entsprach - wie bei der Änderung der Regulation D - den durchschnittlichen Nettoverbindlichkeiten während einer Vier-Wochen-Periode, die am 28. Mai 1969 endete²⁾.

- 1) Die Regulation D wurde geändert, "... to insure that officer's checks issued by a member bank or by or on behalf of a foreign branch of a member bank on an account maintained by such branch with a domestic office of the parent bank are included by the member bank as deposits for purposes of computing its reserve requirement." "Amendment to Regulation D", Federal Reserve Bulletin, 55, Nr. 8 (August 1969), S. 655f.
- 2) "The Board of Governors has amended its rules governing member bank reserves (Regulation D) and foreign branches of member banks (Regulation M) to establish a 10 percent marginal reserve requirement on certain foreign borrowing, primarily Euro-dollars, by member banks and on the sale of assets by member banks to their foreign branches. The new requirement must be met beginning the week of October 16, 1969, based on the initial four-week computation period beginning September 4." Reserves Against Certain Foreign Deposits", Federal Reserve Bulletin, 55, Nr. 8 (August 1969), S. 656f.

Die neuen Vorschriften bezogen sich auch auf die direkte Kreditgewährung der ausländischen Niederlassungen an US-Deviseninländer des Nicht-Bankensektors und die Übertragung von Forderungen der amerikanischen Banken an ihre ausländischen Filialen. Darüber hinaus wurde festgelegt, daß eine Verringerung der Verbindlichkeiten einer Bank gegenüber ihren Auslandsniederlassungen unter den reservefreien Betrag zu einer entsprechenden Verminderung dieses Betrages führen sollte. Die Absicht war, eine zu schnelle Rückzahlung der Eurodollarkredite zu verhindern.

Da der Reservesatz, den die amerikanischen Banken für Termineinlagen halten mußten, 6% betrug, bedeutete die Einführung der 10%igen Mindestreserve für Eurodollarkredite, daß diese Mittel - bei gleichen Zinskonditionen - teurer als entsprechende Termineinlagen wurden. Es wurde angenommen, daß, wenn die Geldmarktzinssätze wieder unter die - durch die Regulation Q - festgelegte Höchstzungsgrenze fielen, die Eurodollarkredite bis auf den reservefreien Betrag von insgesamt ca. 10 Mrd.Dollar abgebaut würden¹⁾.

d. Ursachen und Auswirkungen des Abbaus der Eurodollarschulden amerikanischer Geschäftsbanken in den Jahren 1970 bis 1971

Die amerikanischen Banken verschuldeten sich jedoch auch nach dem September 1969 am Eurodollarmarkt. Der Umfang der Eurodollarkredite stieg im November - zwei Monate nach Einführung der Mindestreserven - auf die Rekordhöhe von 15 Mrd.Dollar. Die Zinsrate am Eurodollarmarkt erreichte eine Höhe von 11,31%.

Im Jahre 1970 ging die Beteiligung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt dann aber zurück. Dabei hatte die Heraufsetzung der Zinsobergrenzen - im Rahmen der Regulation Q - am 21.Januar

1) Vgl.BIZ, 40.Jahresbericht, 1969/1970, S.163.

1970 keinen unmittelbaren Einfluß auf den Eurodollarmarkt, da die amerikanischen Geldmarktzinssätze merklich über diesen Obergrenzen blieben. Anzeichen einer Lockerung der Kreditrestriktionen¹⁾ in den Vereinigten Staaten führten dazu, daß sich die Eurodollarkredite von ca. 13,4 Mrd.Dollar in der zweiten Januarhälfte 1970 auf 12 Mrd.Dollar Anfang April reduzierten.

Ende April stieg die Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars wieder an. Der Zinssatz, der Mitte April bis auf 8,1% gesunken war, erhöhte sich auf 9,75% im Mai. Da sich die Geldmarktbedingungen in den Vereinigten Staaten entspannten und die Zinsobergrenzen der Regulation Q im Juni teilweise aufgehoben wurden, hatten die Banken wieder einen besseren Zugang zu inländischen Geldmitteln und waren daher nicht mehr länger an einer Refinanzierung am Eurodollarmarkt interessiert. Im August des Jahres erreichten die meisten Banken ihr reservefreies Verschuldungsvolumen. Angesichts der ungewissen Aussichten für den amerikanischen Kreditmarkt zögerten sie, diese Grenze zu unterschreiten. Darüber hinaus hatte der Rückgang der Eurodollarzinssätze den Kostenvorteil der Geldaufnahme mittels CD's sichtbar reduziert. Ende September sanken aber die amerikanischen Zinsen erneut, und die amerikanischen Banken fingen an, ihre Eurodollarkredite unter den reservefreien Betrag zu verringern²⁾.

Die Höhe der Rückzahlungen von Eurodollars führte zu weiteren Schwierigkeiten für die Geldpolitik verschiedener europäischer Länder und kann als eine der Ursachen für die Währungskrise 1971 und der späteren Abschaffung des Währungssystems von Bretton Woods angesehen werden. Während die Nachfrage amerikanischer Banken zu einer Reduzierung der Dollarreserven der nicht-amerikanischen Zentralbanken führte, führte die Rückzahlung dieser Schulden zu einem enormen Anstieg der Dollardevisen bei den Zentralbanken³⁾.

1) Die Geldmenge stieg um 5%. Vgl.Geoffrey Bell, "Euromarkets in 1971", Euromoney,2,Nr.9 (Februar 1971),S.24.

2) Vgl.BIZ, 41.Jahresbericht, 1970/1971, S.178-191.

3) Vgl.Bell, The Euro-dollar Market,a.a.O.,S.60. Besonders bei der Bundesbank und der Zentralbank von England. Vgl. Bell, "Euromarkets in 1971", a.a.O.,S.25.

Durch die Rückzahlung von beinahe 8 Mrd.Dollar innerhalb eines Jahres sah sich die Fed gezwungen, die Größe dieses Kapitalstromes zu reduzieren, zumal sich dieses Geld bei den europäischen Zentralbanken konzentrierte und dort genauso unerwünscht war, wie die Dollarabflüsse aus diesen Ländern zwei Jahre zuvor. Am 30.November 1970 gab die Fed bekannt, daß sie versuchen würde, die Bedingungen für amerikanische Banken so zu verändern, daß diese ein Interesse haben sollten, ihre Eurodollarverschuldungen aufrechtzuerhalten.

Die Fed glaubte, eine besonders originelle geldpolitische Maßnahme gefunden zu haben, um dieses Ziel zu erreichen: Sie erhöhte die Mindestreserve für Eurodollars von 10% auf 20%, wenn diese Verschuldung eine reservefreie Obergrenze überschritt. Diese Obergrenze wurde automatisch nach unten angepaßt, wenn eine Bank ihre Eurodollarverschuldung unter ihre reservefreie Basis, definiert als "Stand der Verschuldung in der Reserveberechnungsperiode vom November 1970" reduzierte¹⁾. Die Überlegung war, setzten die amerikanischen Banken ihre Rückzahlungen fort, würde es für sie teurer werden, sich in Zukunft wieder am Eurodollarmarkt zu refinanzieren. Trotz dieser Maßnahmen reduzierten die Banken ihre Verbindlichkeiten gegenüber ihren Auslandsfilialen, von 10,1 Mrd.Dollar Mitte September 1970 auf 8 Mrd.Dollar Ende des Jahres, während in der gleichen Zeit das Volumen der CD's von 21,6 auf 25,8 Mrd.Dollar anstieg.

Anfang des Jahres 1971 sanken die Zinsen am amerikanischen Geldmarkt erneut, wodurch sich der Anreiz für amerikanische Banken verstärkte, ihre Eurodollarkredite zurückzuzahlen. Das Verschuldungsvolumen verringerte sich von 7,6 Mrd.Dollar Anfang des Jahres 1971 auf 1,6 Mrd.Dollar am Ende des Jahres.

Um die internationalen Auswirkungen dieser Rückzahlungen zu mildern, begannen die amerikanischen Behörden, den Auslandsfilialen der Banken spezielle Papiere anzubieten, die die amerikanischen Zentralen bei der Aufrechterhaltung ihrer mindestreservefreien Verschuldungsobergrenze anrechnen konnten.

1) Vgl. "Amendment to Regulation M", Federal Reserve Bulletin, 56, Nr.12 (Dezember 1970), S.941f.

Die Auslandsfilialen kauften im Januar für eine Mrd.Dollar und im März für 0,5 Mrd.Dollar von der amerikanischen Export-Import-Bank ausgegebene Papiere sowie im April für 1,5 Mrd. Dollar und im Mai für 0,5 Mrd.Dollar vom US-Schatzamt ausgegebene Titel. Diese Maßnahme sollte den Druck dämpfen, den die Rückzahlungen der amerikanischen Banken auf das Marktvolumen und auf die Eurodollarsätze ausübte¹⁾.

-
- 1) Vgl. John Hewson, Eisuke Sakakibara, "The Effect of U.S. Controls on U.S. Commercial Bank Borrowing in the Euro-dollar Market", Journal of Finance, 30, Nr. 4 (September 1975), S. 1101-1110. Hewson und Sakakibara untersuchten in ihrer ökonometrischen Studie den Erfolg dieser geldpolitischen Maßnahme. Sie kamen zu dem Schluß, daß dadurch die Rückzahlungen der Eurodollarkredite nicht verhindert werden konnten, "... since the head offices of U.S. Banks were allowed to count these securities as part of their reserve-free base, they seem to have been encouraged to reduce relatively expensive indebtedness to their foreign branches by an amount equivalent to the placements of securities. By taking up these securities, the U.S. banks simultaneously could maintain their reserve-free base and reduce indebtedness to their foreign branches." Ibid., S. 1109.

Wenn man die Jahre 1970 - 1971 betrachtet, so fällt auf, daß der Eurodollarmarkt in nennenswertem Umfang expandierte, obgleich die Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars praktisch aufhört. Man hätte erwarten können, daß sich die kräftige Expansion des Eurodollarmarktes aufgrund der geldpolitischen Lockerungen in den Vereinigten Staaten verminderte. Statt dessen fanden die Eurobanken nicht nur andere Anlagemöglichkeiten für die aus den Vereinigten Staaten zurückgezahlten Gelder, sondern dehnten das gesamte Kreditvolumen beträchtlich aus. Dies ist darauf zurückzuführen, daß die Zinssätze in Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten, vor allem in Europa, in diesen Jahren besonders hoch waren. Das Zinsgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und Europa war für das Wachstum des Eurodollarmarktes weiterhin ein bedeutender Faktor, nur daß diesmal die Kreditnachfrage aus Europa und nicht wie 1969 aus den Vereinigten Staaten kam.

Der Mittelzufluß zum Eurodollarmarkt war 1969 größer als die Mittelinanspruchnahme durch amerikanische Banken; ähnlich sind 1970 die neu vergebenen Eurodollarkredite außerhalb der Vereinigten Staaten wesentlich umfangreicher gewesen als die von amerikanischen Banken auf den Markt zurückgeflossenen Gelder. Dies bedeutet, daß kein starres am Markt zur Verfügung stehendes Angebot von Mitteln vorhanden ist, das sich gemäß den regionalen Veränderungen der Kreditnachfrage von einem Land zum anderen bewegt. Vielmehr ist der Eurodollarmarkt in der Lage, seine eigenen Geldquellen zu erweitern, indem er von verschiedenen nationalen Finanzmärkten Mittel an sich zieht, um die Nachfrage der Schuldner zu befriedigen, die bereit sind, die geforderten Zinsen zu zahlen¹⁾.

1) Vgl. BIZ, 41. Jahresbericht, 1970/1971, S. 178.

3. Die Entwicklung des Eurodollarmarktes und seine Bedeutung für die amerikanischen Banken nach dem Jahre 1971

a. Das Wachstum des Eurodollarmarktes

Auch im Jahre 1971 dehnte sich der Eurogeldmarkt weiter aus, obgleich die Eurodollarnachfrage der amerikanischen Banken ausblieb. Die Banken der berichtenden europäischen Länder¹⁾ erhöhten ihre Fremdwährungsforderungen gegenüber dem Ausland um 22,2 Mrd. Dollar auf 100,4 Mrd. Dollar²⁾.

Als Hauptfaktoren für diese Entwicklung werden die Zinsdifferenz zwischen Eurodollarmarkt und amerikanischem Geldmarkt, die Größe des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits und die Krisen auf den Devisenmärkten angesehen. Von der Angebotsseite her war der Eurodollarmarkt für amerikanische und nicht-amerikanische Dollarbesitzer aufgrund der Zinsspanne zwischen dem Eurodollarmarkt und dem amerikanischen Geldmarkt interessant. Dies führte auch dazu, daß verschiedene Zentralbanken ihre im Rahmen des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits zugeflossenen Dollarbeträge zum Teil am Eurodollarmarkt anlegten. Auf der Nachfrageseite fielen amerikanische Banken und Nicht-Banken aufgrund der günstigen Geldmarktsituation in den Vereinigten Staaten als Eurodollarkreditnehmer weitgehend aus. Der Anteil der ausländischen Niederlassungen amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt stagnierte, da diese Niederlassungen Kreditumschichtungen in Größenordnungen von mehreren Milliarden Dollar von Ausleihungen an die Zentralen zu Ausleihungen an Kunden außerhalb der Vereinigten Staaten vornehmen mußten³⁾.

1) Es handelt sich hierbei um die Länder Belgien, Luxemburg, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande, Schweden, Schweiz und England, die regelmäßig der BIZ über die Auslandsgeschäfte ihrer Banken berichten.

2) Vgl. BIZ, 42. Jahresbericht, 1971/1972, S. 166. "Zieht man die Wiederanlagen zwischen Banken ab, rechnet aber andererseits die Fremdwährungspositionen gegenüber Inländern hinzu, so ergibt sich als Volumen der über die berichtenden europäischen Banken gewährten Fremdwährungskredite ein Betrag von schätzungsweise rund 71 Mrd. Dollar...". Ibid. Dieser "Nettobetrag" wird im folgenden in Fußnoten angegeben.

3) Vgl. ibid., S. 166-172.

Die Expansion des Eurogeldmarktes setzte sich auch 1972 fort. Die von den Banken gemeldeten Fremdwährungsforderungen gegenüber dem Ausland erhöhten sich um 31,7 Mrd.Dollar auf 131,8 Mrd.Dollar¹⁾. In diesem Jahr nahmen die Banken in den Vereinigten Staaten wieder größere Eurodollarkredite auf²⁾.

Die von den Banken gemeldeten Auslandsforderungen stiegen im Jahr 1973 um 43% bzw. auf 189 Mrd.Dollar³⁾. Entgegen den Befürchtungen haben die Wechselkursfreigaben und die Veränderung des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits in einen Überschuß keine größeren Bremswirkungen auf den Eurogeldmarkt ausgeübt. Durch die steigenden Ölpreise wurde der Markt zur Finanzierung von Ölimporten von Industrieländern und Entwicklungsländern⁴⁾ in Anspruch genommen, während auf der Angebotsseite bereits Anzeichen größerer Zuflüsse aus den OPEC-Ländern sichtbar waren.

Die Aufhebung der zum Schutz der amerikanischen Zahlungsbilanz erlassenen Maßnahmen führte zu einem Zustrom amerikanischer Gelder auf den Markt und zu einer weiteren Verflechtung des Eurodollarmarktes mit den amerikanischen Finanzmärkten. Dadurch wurden die Eurodollarsätze in zunehmendem Maße von der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten abhängig. Dies bedeutet, daß ein Ungleichgewicht am Eurodollarmarkt - z.B. durch Placierung von Überschüssen der OPEC-Länder oder durch Kreditaufnahmen der Defizitländer - Geldströme nach oder von den Vereinigten Staaten auslöst, ohne daß sich die Eurodollarsätze im Verhältnis zum amerikanischen Zinsniveau wesentlich ändern.

Erstmals seit den amerikanischen Kreditrestriktionen von 1969 erhöhten sich auch die Nettoforderungen der Eurobanken gegenüber den Vereinigten Staaten auf 1,5 Mrd.Dollar, wobei dies auf Kreditaufnahmen amerikanischer Unternehmen, die neue Kreditrestriktionen fürchteten, zurückzuführen ist. Diese Zunahme der Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten blieb im Vergleich zu dem gesamten Wachstum des Marktes jedoch verhältnismäßig bescheiden⁵⁾.

1) Vgl.BIZ, 43.Jahresbericht, 1972/1973, S.173 (Nettovolumen: 91 Mrd.Dollar; Dollaranteil: 70 Mrd.Dollar).

2) Vgl. ibid., S.173-191.

3) Vgl.BIZ, 44.Jahresbericht, 1973/1974, S.164 (Nettovolumen: 132 Mrd.Dollar; Dollaranteil: 97 Mrd.Dollar).

Die Auslandsverbindlichkeiten der berichtenden Banken weiteten sich in der ersten Hälfte des Jahres 1974 rasch aus, schrumpften im dritten Quartal beträchtlich und stiegen erneut gegen Ende des Jahres an. Insgesamt nahmen sie um 28 Mrd.Dollar oder 14% auf 220 Mrd.Dollar zu¹⁾. Die wichtigste Ursache für das Wachstum des Eurodollarmarktes war der höhere Ölpreis, der einerseits zu einem erhöhten Angebot von Eurodollars der OPEC-Länder und der Ölgesellschaften und andererseits zu einer erhöhten Nachfrage der Ölimportstaaten zur Finanzierung ihres wachsenden Zahlungsbilanzdefizits führte.

Die Erwartung, daß die den Vereinigten Staaten zufließenden Ölgelder auch eine nachhaltige Stärkung des Dollars mit sich bringen würden, führte zum Ende der amerikanischen Beschränkungen für Kapitalexporte im Januar 1974, ein Jahr vor dem beabsichtigten Zeitpunkt²⁾. Dieser Abbau der Kapitalexportbeschränkungen hob einerseits einen wichtigen Bestimmungsfaktor für die Entwicklung des Eurodollarmarktes auf, andererseits konnte das Angebot am Eurodollarmarkt durch Zuflüsse aus den Vereinigten Staaten verstärkt werden. Nun standen den Kreditnehmern die amerikanischen Geldmärkte wieder zur Verfügung, aber es zeigte sich, daß die Eurobanken aufgrund ihrer Fachkenntnisse, ihrer Spezialisierung und ihres Standorts schon so etabliert waren, daß eine nennenswerte Verlagerung der Dollarnachfrage in die Vereinigten Staaten unterblieb.

Lediglich der Anteil der ausländischen Niederlassungen amerikanischer Banken am Eurodollarkreditgeschäft sank, während sich amerikanische Banken in zunehmendem Maße direkt an Eurokreditkonsortien beteiligten. Die Nettoforderungen an die Vereinigten Staaten nahmen um 2,2 Mrd.Dollar zu³⁾.

./.

- 4) Vgl. Ishan Kapur, "Die Finanzierung der Entwicklungsländer über die Euromärkte", Finanzierung und Entwicklung, 14, Nr. 3 (September 1977), S.32-35.
- 5) Vgl. BIZ, 44. Jahresbericht, a.a.O., S.164-182,
- 1) Vgl. BIZ, 45. Jahresbericht, 1974/1975, S.136 (Nettovolumen: 177 Mrd.Dollar; Dollaranteil: 133 Mrd.Dollar).
- 2) Im März 1974 wurden auch die reservefreien Grundbeträge für Eurodollarkredite aufgehoben. Vgl. Federal Reserve Bulletin, 62 (Dezember 1976), S.A7.
- 3) Vgl. BIZ, 45. Jahresbericht, a.a.O., S.136-152.

Im Jahre 1975 nahmen die Bruttoauslandsforderungen der berichtenden Banken um 43 Mrd. auf 258 Mrd. Dollar zu¹⁾. Das Volumen der von Banken in den Vereinigten Staaten an das Ausland gewährten Kredite, das 1974 um 19,5 Mrd. Dollar gestiegen war, erhöhte sich 1975 um 13 Mrd. Dollar auf 59 Mrd. Dollar. Da ein großer Teil dieser neuen Kredite über neue Finanzplätze im karibischen Raum abgewickelt wurde²⁾, stieg das Nettovolumen des Eurogeldmarktes im weiteren Sinne um ca. 40 Mrd. Dollar auf 250 Mrd. Dollar an, wobei Doppelzählungen nicht berücksichtigt sind. Dies weist auf eine geographische Umstrukturierung des Marktes hin, wobei die Finanzplätze außerhalb Europas an Bedeutung gewannen.

Da die Kreditnachfrage großer Industrieunternehmen zurückging, widmeten sich die Banken in zunehmendem Maße der Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite nicht ölexportierender Entwicklungsländer und Industrieländer³⁾. Dies war einerseits konjunkturpolitisch zu begrüßen, da dadurch die Abschwächung in den Industrieländern nicht noch gravierender ausfiel, während andererseits die Verschuldung einzelner Länder besorgniserregende Ausmaße annahm. Im April 1975 wurde die Mindestreserve für Kreditaufnahmen der amerikanischen Banken im Ausland von 8% auf 4% gesenkt, was wiederum zu einer verstärkten Marktposition amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führte⁴⁾.

Im Jahre 1976 zeigte es sich wieder, daß der Eurodollarmarkt in jeder konjunkturellen Situation florieren kann. Nachdem er im Vorjahr - zuzeiten einer allgemeinen Rezession - sich weiter ausgedehnt hatte, kann dies für das Jahr 1976 -

1) Vgl. BIZ, 46. Jahresbericht, 1975/1976, S. 77 (Nettovolumen: 205 Mrd. Dollar).

2) Vgl. Matthys van den Adel, "Wandlungen auf dem Eurogeld- und Eurokapitalmarkt", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 29, Nr. 19 (1. Oktober 1976), S. 898.

3) Vgl. "Internationale Finanzzentren: Der Multi-Milliarden-Markt", Das Wirtschaftsstudium, 7, Nr. 10 (Oktober 1978), S. 469-471.

4) Vgl. BIZ, 46. Jahresbericht, a.a.O., S. 77-94.

dem ersten Jahr der Erholung - in gleichem Maße festgestellt werden. Die Kreditvergabe auf den internationalen Märkten stieg um 105,3 Mrd. Dollar auf 547,7 Mrd. Dollar¹⁾. Die amerikanischen Banken dehnten ihre internationalen Kreditgeschäfte verstärkt im karibischen Raum aus, wodurch der Anteil des Londoner Finanzzentrums am Eurodollarmarkt sank²⁾. In diesem Jahr wuchsen die Überschüsse der OPEC-Länder, die diese Reserven zum großen Teil am Eurogeldmarkt placierten, weiter an. Auch trug erstmals seit 1973 das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten zu einem erhöhten internationalen Mittelangebot bei.

Verwendet wurden diese Mittel in erster Linie zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten der Entwicklungsländer, deren Verbindlichkeiten um 18 Mrd. Dollar auf ca. 81 Mrd. Dollar anstiegen. Dabei wird angenommen, daß die US-Banken und ihre ausländischen Töchter über zwei Drittel der neuen Ausleihungen an die Entwicklungsländer bereitgestellt haben. Weitere Kreditnehmer waren die osteuropäischen Länder und Nicht-Banken in den einzelnen Industrieländern, die die günstigen Bedingungen des Eurogeldmarktes für größere Kredite in Anspruch nahmen³⁾.

Auch im Jahre 1977 wuchs der Eurogeldmarkt weiter, obgleich sich das Tempo der weltwirtschaftlichen Entwicklung verlangsamte, das Wachstum des Welthandels sich abschwächte und der Zahlungsbilanzfinanzierungsbedarf abnahm. Insgesamt stieg die Kreditvergabe auf den internationalen Märkten um 109,3 Mrd. Dollar auf 657,3 Mrd. Dollar⁴⁾. Die negative Zahlungsbilanz

- 1) Vgl. BIZ, 47. Jahresbericht, 1976/77, S. 104. Im Gegensatz zu den vorigen Jahresberichten, wo die BIZ zur Errechnung des Volumens nur die Angaben der berichtenden europäischen Banken heranzog, macht sie nun Angaben über die "Kreditvergabe auf internationalen Märkten (geschätzt): Veränderungen der Auslandsforderungen der Banken in Landes- und Fremdwährungen ...". Im folgenden sollen diese Angaben herangezogen werden, da sie den Umfang der internationalen Kreditmärkte besser wiedergeben. (Nettovolumen: 330,0 Mrd. Dollar)
- 2) Vgl. Lelde Schmitz, "Die Entwicklung des Euromarktes seit 1973", Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 8, Nr. 1 (Januar 1979), S. 23f.
- 3) Vgl. BIZ, 47. Jahresbericht, a.a.O., S. 103-124.
- 4) Vgl. BIZ, 48. Jahresbericht, 1977/1978, S. 95 (Nettovolumen: 405,0 Mrd. Dollar).

der Vereinigten Staaten und die steigenden Zinsen in den USA führten dazu, daß sich die amerikanischen Banken bei ausländischen Finanzierungsgeschäften im Gegensatz zum Vorjahr weitgehend zurückhielten. Berücksichtigt man den Zuwachs ihrer Auslandsverbindlichkeiten, verschuldeten sich die US-Banken netto im Ausland um 0,8 Mrd. Dollar, wodurch sie einen Teil des Zahlungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten kompensierten. Um die Ausleihungen von ausländischen Niederlassungen amerikanischer Banken an US-Kreditnehmer zu fördern, wurden zum 1. Dezember 1977 die Mindestreserven für Ausleihungen von US-Zweigniederlassungen an US-Inländer von 4% auf 1% gesenkt.

Die Entwicklungsländer, die in den Vorjahren eine wichtige Nachfragegruppe darstellten, traten in diesem Jahr teilweise als Nettokapitalanbieter hervor. Anstelle der Entwicklungsländer verschuldeten sich entwickelte Länder außerhalb der Zehnergruppe mit anhaltend hohen Leistungsbilanzdefiziten. Auch die Ölexportierenden Länder nahmen vermehrt Kredite am Eurogeldmarkt auf, so daß ihre Rolle als Nettoanbieter von neuen Mitteln an das internationale Bankensystem weitgehend zurückging.

Obgleich sich das Wachstum der von Banken in den USA gemeldeten Auslandsforderungen verlangsamte, erhöhten sich die Verbindlichkeiten gegenüber den USA auf 17,7 Mrd. Dollar im Vergleich zu 14,3 Mrd. Dollar im Jahre 1976. Dies ist darauf zurückzuführen, daß Nichtbankenunternehmen in den USA einen Teil ihrer frei verfügbaren Mittel auf den internationalen Märkten anlegten, um in den Genuß höherer Zinserträge zu kommen¹⁾.

Im Jahre 1978 expandierte das Auslandsgeschäft für den Bankensektor in einem bis dahin noch nicht gekannten Ausmaß. Die gesamten Auslandsforderungen der Banken erhöhten sich um 213 Mrd. Dollar auf 903 Mrd. Dollar²⁾. Als wichtigste Bankengruppe sind die amerikanischen Banken zu nennen, die ihre Auslandsforderungen um 36,4 Mrd. Dollar ausweiteten. Dies ist

1) Vgl. *ibid.*, S. 94-116.

2) Vgl. BIZ, 49. Jahresbericht, 1978/1979, S. 110 (Nettovolumen: 540,0 Mrd. Dollar).

teilweise auf das schwindende Vertrauen in den Dollar und das dementsprechend große Interesse der übrigen Länder an einer höheren Verschuldung in dieser Währung zurückzuführen, da dem Dollar im internationalen Handel immer noch eine wichtige Rolle zukam.

Die Aufhebung der Mindestreservevorschriften für bei Banken im Ausland aufgenommene Mittel im August 1978 führte dazu, daß die amerikanischen Banken wieder einen größeren Teil ihres internationalen Geschäfts über ihre Zentralen in den USA abwickelten. Dieser geldpolitischen Maßnahme lagen Wechselkursüberlegungen zugrunde¹⁾. Dies erklärt auch die geringere Ausdehnung der von den US-Banken über ihre Niederlassungen im karibischen Raum und im Fernen Osten durchgeführten Kreditgeschäfte.

Obwohl bei der inländischen Preisentwicklung und der Zahlungsbilanzsituation in den Vereinigten Staaten eine restriktive Geldpolitik sinnvoll gewesen wäre, kam es zu keiner wesentlichen Geldverknappung, so daß auch die Zinsen mehr nominal als real anstiegen. Die amerikanischen Banken konnten neben der inländischen Kreditnachfrage auch die zunehmende Auslandsnachfrage nach Dollarkrediten befriedigen. Die Kapitalexporte der Banken in den USA erreichten ein hohes Niveau und waren der Hauptgrund für die zunehmende Dollarschwäche.

Umgekehrt war der Rückfluß eines großen Teils dieser Kapitalabflüsse in den ersten Monaten des Jahres 1979 eine der Hauptursachen für die zunehmende Festigung des Dollars. Darüber hinaus kam es zu beachtlichen Mittelverlagerungen amerikanischer Nichtbanken zu Auslandsbanken. Das hohe Zahlungsbilanzdefizit der USA führte zu einem Anwachsen der offiziellen Weltwährungs-

1) "In a further move to improve the international position of the dollar, the Board of Governors on August 28, 1978, announced a change in reserve requirements to make it more attractive for member banks to borrow funds in the Eurodollar market. ... The new action involves a reduction from 4 percent to zero in the reserve requirement on foreign borrowings of member banks, primarily Eurodollars, from their foreign branches and other foreign banks." Federal Reserve Bulletin (September 1978), S. 777. Im nächsten Abschnitt soll auf die Bedeutung dieser Maßnahme für die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt näher eingegangen werden.

reserven, die sich auf einige wenige Industrieländer konzentrierten. Da diese Länder ihre Devisenreserven überwiegend auf den US-Finanzmärkten anlegten, flossen diese Devisen über die Auslandsausleihungen amerikanischer Banken anderen Ländern zu, die ihre Devisen hauptsächlich als Euroguthaben hielten. Dadurch alimentierte sich das internationale Kreditgeschäft teilweise selbst.

Auf der Verwendungsseite traten erstmals die OPEC-Länder als Nettokreditnehmer in Erscheinung¹⁾. Auch die nicht öl-exportierenden Länder und die osteuropäischen Länder griffen in verstärktem Maße auf den Eurogeldmarkt zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite zurück. Die günstigen Kreditbedingungen ermöglichten diesen Ländern darüber hinaus eine Aufstockung ihrer Währungsreserven.

Ein wichtiges Merkmal in diesem Jahr war die Beschleunigung der Abflüsse der Bankmittel aus den USA um 36,4 Mrd. Dollar. Nach Abzug der wachsenden Verbindlichkeiten amerikanischer Banken betrugen die Nettoauslandsforderungen 29 Mrd. Dollar. Dies ist vor allem auf folgende Faktoren zurückzuführen: Die Währungsunruhen schufen eine verstärkte Auslandsnachfrage nach Dollarkrediten, und die großen amerikanischen Geschäftsbanken versuchten in zunehmendem Maße, am sich ausweitenden internationalen Kreditgeschäft teilzunehmen.

Im Rahmen einer restriktiven Geldpolitik der Fed in der zweiten Jahreshälfte wurden die Mindestreservesätze für CD's am 1. November 1978 von 6% auf 8% erhöht. In Verbindung mit der Aufhebung der Mindestreservevorschriften für Verbindlichkeiten gegenüber Banken im Ausland sanken die komparativen Kosten der Eurodollars für amerikanische Banken. Dies führte zu einem Wachstum der Auslandsverbindlichkeiten dieser Banken, die nach einem Anstieg von nur 3 Mrd. Dollar in den ersten sieben Monaten des Jahres 1978 in den übrigen Monaten um 19 Mrd. Dollar zunahmen.

1) Vgl. Volker Hölterhoff, "Eurogeldmärkte - Instrumente des internationalen Liquiditätsausgleichs", Ifo-Schnelldienst, 32, Nr. 9, (23. März 1979), S. 15.

Die Änderungen der amerikanischen Mindestreservebestimmungen in Verbindung mit dem höheren Niveau der Dollarzinzsätze in den Vereinigten Staaten erhöhten den Kostenvorteil der Refinanzierung am Eurodollarmarkt gegenüber inländischen Finanzierungsquellen für die amerikanischen Banken beträchtlich¹⁾.

1979 war ein Jahr verstärkten Wachstums der Eurogeldmärkte. Dazu trugen die wieder auftretenden hohen OPEC-Überschüsse bei, die auf der Gegenseite verstärkte Ausleihungen für Entwicklungs- und Industrieländer notwendig machten²⁾. Die hohen Zinssätze am Eurogeldmarkt spiegelten im wesentlichen die Zinssätze der nationalen Geldmärkte wider, da kein Mangel an auszuleihenden Mitteln herrschte. Die Auslandsforderungen der Banken erhöhten sich um 218 Mrd. Dollar auf insgesamt 1.111 Mrd. Dollar³⁾. Die Hauptangebotsfaktoren waren hierbei das Wiederauftauchen eines hohen OPEC-Überschusses, der 1978 nur 6 Mrd. Dollar betrug und 1979 auf 38 Mrd. Dollar anstieg.

Da der Zinsanstieg auf den nationalen Geldmärkten auch auf eine beschleunigte Inflation und nicht nur auf Liquiditäts- und Kreditverknappung zurückzuführen war, flossen dem internationalen Bankensektor in zunehmendem Maße Mittel von Banken und Nicht-Banken aus den Industrieländern zu. Da höhere Nominalzinsen auf den nationalen Finanzmärkten die Kosten inländischer Mindestreserven ansteigen läßt, erhöhte dies den Wettbewerbsvorteil des Euromarktes, der keine Mindestreservebestimmungen kennt.

Dies traf insbesondere für die Vereinigten Staaten zu. Die Eurobanken waren in der Lage, gegenüber US-Inlandseinlagen höhere Zinsen anzubieten, so daß amerikanische Nicht-Banken bei Banken außerhalb der USA 1979 17 Mrd.Dollar anlegten.

1) Vgl. BIZ, 49.Jahresbericht, a.a.O., S.109-136.

2) Vgl. zu diesem Problembereich Herbert Peters, "Eurogeldmärkte: Entwicklung, Probleme und Perspektiven", Kredit und Kapital, 13, Nr. 3 (1980), S.402-409; "Im Recycling der Öl-Überschüsse müssen neue Wege gefunden werden", Das Wirtschaftsstudium, 9, Nr. 4 (April 1980), S.160f.

3) Vgl.BIZ, 50.Jahresbericht, 1979/1980, S.114 (Nettovolumen: 665-0 Mrd.Dollar).

Die im Oktober 1979 von der amerikanischen Zentralbank eingeführte Mindestreserve von 8% auf den Zuwachs der "managed liabilities"¹⁾ inländischer Banken stärkte den Wettbewerbsvorteil des Eurodollarmarktes bei der Beschaffung von Nicht-Bankeinlagen zusätzlich. Von der Nachfrageseite her führten die hohen Zahlungsbilanzdefizite der meisten Gruppen von Öleinfuhrländern, die durch die OPEC-Überschüsse einerseits und das Fehlen eines Leistungsbilanzdefizits der USA andererseits zu erklären sind, zu einer wachsenden Verschuldung auf dem Eurogeldmarkt. Die Leistungsbilanz der Zehnergruppe²⁾ ohne die Vereinigten Staaten wandelte sich von einem Überschuß von 34 Mrd. Dollar des Vorjahres um in ein Defizit von 23 Mrd. Dollar.

Auch für die USA, deren Leistungsbilanz sich 1979 verbesserte, bot der Eurodollarmarkt weiterhin Kreditvorteile. Insgesamt war es für die Banken in den USA billiger, Gelder am Euromarkt als durch die Ausgabe von CD's aufzunehmen. Infolge dieser Zinskonstellation nahmen die Banken in den USA 1979 in hohem Umfang Eurodollars auf, wodurch ihre Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken um über 30 Mrd. Dollar anstiegen. Dadurch kehrten die von den amerikanischen Nicht-Banken im Ausland angelegten Mittel wieder in das eigene Land zurück³⁾. Nicht-Bankenunternehmen in den USA nahmen etwa 5,5 Mrd. Dollar zusätzlich auf, wobei die Neuverschuldung der US-Nichtbankunternehmen über ihre Auslandstöchter - die erhebliches Ausmaß angenommen haben dürfte - statistisch nicht erfaßt werden kann.

1) Unter "managed liabilities" werden die Liquiditätsmittel aus Einlagenzertifikaten, Eurodollarverbindlichkeiten und Pensionsgeschäften zusammengefaßt.

2) Zur Zehnergruppe zählen die Länder Belgien-Luxemburg, Deutschland, Italien, Frankreich, Japan, Niederlande, Schweden, Schweiz, England und Kanada.

3) Siehe auch nächsten Abschnitt.

Als im Oktober 1979 die Zentralbank der Vereinigten Staaten neue geldpolitische Maßnahmen bekanntgab, stiegen die Dollarzinsen beträchtlich über die Inflationsrate in den USA¹⁾. Da diese Maßnahmen die Stellung des Dollars auf den internationalen Devisenmärkten festigte, sank die Nachfrage nach Dollarneuverschuldungen. Dadurch standen vermehrt Dollarbeträge den amerikanischen Banken zur Verfügung, die die Gelder vor allem zur Finanzierung ihrer inländischen Ausleihungen und Anlagen oder zur Außenhandelsfinanzierung verwendeten.

Die Bruttoforderungen der Banken in den anderen berichtenden Ländern gegenüber den USA erhöhten sich in den ersten neun Monaten von 1979 um 33,7 Mrd. Dollar, bevor dann die Wiedereinführung einer Mindestreserve von 8% auf den Zuwachs der von amerikanischen Banken im Ausland aufgenommenen Mittel zu einem Rückgang von 4,8 Mrd. Dollar im vierten Quartal führte. Mit der Beruhigung der Devisenmärkte und der Verschärfung der Kreditkonditionen in den Vereinigten Staaten sanken die Nettoauslandsforderungen der Banken in den USA von 27,2 Mrd. Dollar Ende 1978 auf 5,0 Mrd. Dollar Ende 1979. Die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in den USA erhöhten sich um 42% oder um 38,7 Mrd. Dollar. Der Großteil dieser Mittel wurde auf den Euromärkten in erster Linie durch die ausländischen Niederlassungen der Banken aufgenommen²⁾.

Ende Juni 1980 betrug der Dollarwert der Auslandsforderungen der berichtenden Banken 1206 Mrd. Dollar. Das Nettovolumen betrug 735 Mrd. Dollar³⁾. Dabei hatte der Anstieg der Dollar-

1) "... Anhebung des Diskontsatzes, Einführung einer Mindestreserve auf den Zuwachs der 'managed liabilities' der Banken und Verlagerung des Schwerpunkts der Geldpolitik auf die Steuerung der Zentralbankgeldversorgung...", BIZ, 50. Jahresbericht, a.a.O., S.73.

2) Vgl. ibid., S.113-137.

3) Vgl. BIZ, Das internationale Bankgeschäft - zweites Quartal 1980 (Basel: 19. November 1980), S.1f. Die folgenden Ausführungen beruhen auf den Berichten der BIZ zum internationalen Bankgeschäft für das erste und zweite Quartal 1980.

zinssätze einen erheblichen Einfluß auf die Währungsstruktur dieses Zuwachses im ersten Quartal des Jahres. Die Nicht-Dollarkredite betrugen ca. 60% der Auslandsforderungen. Es fand somit eine Verlagerung der Kreditnachfrage nach Währungen mit niedrigeren Kosten statt. Gleichzeitig führte die starke Belebung der inländischen Kreditnachfrage in den Vereinigten Staaten zu einem Rückgang der Auslandsforderungen der amerikanischen Banken um über 2 Mrd. Dollar. Ca. 6 Mrd. Dollar erhielten die Banken in den USA zur Verwendung im Inland von den Banken der anderen berichtenden Länder.

Auf der Herkunftseite kamen die meisten Mittel von US-Nicht-Banken (7 Mrd. Dollar). "Trotz des verschärften geldpolitischen Kurses in den USA flossen, der höheren Zinssätze für Euro-dollar-einlagen gegenüber vergleichbaren Zinssätzen in den USA wegen, dem Eurodollarmarkt US-Mittel zu. Dieses Agio, das für Dreimonatsgelder im Durchschnitt mehr als ein Prozentpunkt während des Quartals betrug, beruhte darauf, daß für die Einlagen bei US-Banken hohe zinslose Reserveanforderungen bestanden und das Zinsniveau in den USA zugleich ungewöhnlich hoch war."¹⁾ Die in beträchtlichem Umfang an die internationalen Märkte abgeflossenen Nicht-Bankengelder aus den USA kehrten mittels Interbankkrediten wieder in das Land zurück.

1) BIZ, Das internationale Bankgeschäft - erstes Quartal 1980 (Basel: 29. Juli 1980), S.4; "Anfang 1980 gingen ... die eng definierten (monetären, d.Verf.) Gesamtgrößen über die von den Behörden neu festgelegten restriktiveren Zielspannen hinaus. In einem Klima zunehmender Inflationsmentalität und wachsender Spekulation wurden die Maßnahmen vom Oktober (1979, d.Verf.) ... zunächst durch eine weitere Anhebung des Diskontsatzes im Februar und dann im März durch die Einleitung eines weitreichenden neuen restriktiven Kurses noch untermauert. Die Kredite an Unternehmen wurden quantitativen Leitlinien unterworfen, und auf den Zuwachs bestimmter Arten von Konsumentenkrediten wurden besondere Bardepots eingeführt. Die Mindestreserveverfordernisse für 'managed liabilities' wurden angehoben und ähnliche Mindestreserven den dem Zentralbanksystem nicht angeschlossenen Banken auferlegt. Ein Bardepot wurde auch auf das zusätzliche Mittelaufkommen der am Geldmarkt operierenden Investmentfonds erhoben. Während die Kreditplafonds den Zielwerten für die Gesamtgrößen Rechnung tragen und die Liquiditätssteuerung bei der Durchsetzung monetärer Beschränkungen unterstützen sollten, war das Programm eindeutig darauf angelegt, die Finanzströme umfassender unter Kontrolle zu bringen." BIZ, 50. Jahresbericht, a.a.O., S.73.

Noch im ersten Quartal 1980 führten die US-Banken Eurodollars per Saldo in erheblichem Umfang ein. Ihre Auslandsforderungen reduzierten sie um 2,4 Mrd. Dollar, während ihre Auslandsverbindlichkeiten um weitere 1,8 Mrd. Dollar anstiegen. Dies ist auf den steigenden inländischen Kreditbedarf und die allgemeine Verschärfung der amerikanischen Geldpolitik im Inland zurückzuführen. Im zweiten Quartal erfolgte eine Umkehr der monetären Bedingungen in den USA. Die schwächere Kredit- und Liquiditätsnachfrage im Inland machte Mittel zur Kreditvergabe an das Ausland frei, während das ermäßigte Dollarzinsniveau für Gebietsfremde Dollarkredite wieder attraktiv machte. Daraus folgte eine geänderte Struktur der Mittelbeschaffung unter Banken am Euromarkt, wobei Mittel aus den Vereinigten Staaten an die Stelle von anderweitig aufgenommenen Mitteln traten.

Die Fed setzte im März für das Wachstum der inländischen Bankausleihungen eine Obergrenze fest, was dazu führte, daß einige der von den Banken in den USA ins Ausland geleiteten Mittel wieder in das Land in Form direkter Bankkredite an Nicht-Banken oder durch Kapitalverlagerungen innerhalb verbundener Unternehmen zurückgelangten. Daher erhöhten sich die Auslandsforderungen der Banken in den USA sprunghaft um 18,8 Mrd. Dollar nach einem Rückgang um 2,4 Mrd. Dollar im ersten Quartal, während ihre Auslandsverbindlichkeiten um 1,4 Mrd. Dollar zurückgingen.

Von der Herkunftseite stellten die OPEC-Länder erneut umfangreiche Mittel zur Verfügung, wobei die Banken an den nationalen Märkten bei der Anlage mehr berücksichtigt wurden. Dies ist auf eine größere Zurückhaltung der Eurobanken bei der Entgegennahme solcher Mittel zurückzuführen. Die Einlagen bei Banken in den USA, die im ersten Quartal um eine Mrd. Dollar zurückgegangen waren, erhöhten sich um 3 Mrd. Dollar.

Die amerikanischen Nicht-Banken, die im ersten Quartal ihre Mittel bei Banken im Ausland angelegt hatten, verlagerten einen Teil dieser Mittel in Höhe von 1,5 Mrd. Dollar zurück, da der Rückgang der amerikanischen Zinsen und die daraus resultierenden geringeren realen Kosten der zinslosen Mindestreserven in den Vereinigten Staaten, die bei Eurodollareinlagen gegenüber vergleichbaren Einlagensätzen in den USA bestehende Zinsprämie verminderten.

Es scheint somit, daß die amerikanischen Banken auf eine restriktive Geldpolitik sofort mit einer Ausweitung ihrer Auslandsgeschäfte reagieren und umgekehrt. Auch die Nicht-Banken in den USA können bei Kreditbeschränkungen auf ein gut funktionierendes System ausländischer Niederlassungen amerikanischer Banken zurückgreifen.

Tab.5: Dollarpositionen der berichtenden europäischen
Banken gegenüber den Vereinigten Staaten
(in Millionen Dollar)

Monat/Jahr	Forde- rungen	Verbind- lichkeiten	Nettopos.
12.64	3 200	1 250	+ 1 950
12.65	3 010	1 370	+ 1 640
3.66	3 530	1 450	+ 2 080
6.66	3 900	1 680	+ 2 220
9.66	4 720	1 800	+ 2 920
12.66	5 270	1 690	+ 3 580
3.67	4 930	1 840	+ 3 090
6.67	5 040	1 740	+ 3 300
9.67	5 880	1 860	+ 4 020
12.67	6 240	2 360	+ 3 880
3.68	7 500	2 770	+ 4 730
6.68	9 790	3 620	+ 6 170
9.68	10 460	3 690	+ 6 770
12.68	10 740	3 930	+ 6 810
3.69	13 390	4 020	+ 9 370
6.69	18 060	5 140	+ 12 920
9.69	18 590	5 260	+ 13 330
12.69	17 740	4 550	+ 13 190
6.70	17 840	5 190	+ 12 650
12.70	14 340	5 240	+ 9 100
6.71	11 960	5 650	+ 6 310
12.71	9 610	6 820	+ 2 790
6.72	10 030	7 280	+ 2 750
12.72	10 920	7 600	+ 3 320
6.73	11 140	9 610	+ 1 530
12.73	14 520	10 590	+ 3 930
6.74	20 020	12 490	+ 7 930
12.74	19 500	13 040	+ 6 460

Quelle: Jahresberichte der BIZ

Tab.6: Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten
der Banken in den USA
(in Millionen Dollar)

Monat/Jahr	Forde- rungen	Verbind- lichkeiten	Nettopos.
3.75	48 660	53 770	- 5 110
6.75	52 400	55 130	- 2 730
9.75	52 880	56 760	- 3 880
12.75	57 960	57 820	+ 140
3.76	61 940	58 440	+ 3 500
6.76	66 460	61 980	+ 4 480
9.76	69 720	63 110	+ 6 610
12.76	78 770	69 840	+ 8 930
3.77	75 370	63 710	+ 11 660
6.77	80 040	70 970	+ 9 070
9.77	81 760	73 320	+ 8 440
12.77	90 200	77 330	+ 12 870
3.78	96 450	78 470	+ 17 980
6.78	97 650	78 800	+ 18 850
9.78	103 630	87 420	+ 16 210
12.78	125 120	97 830	+ 27 290
3.79	108 350	96 820	+ 11 530
6.79	115 070	110 690	+ 4 380
9.79	127 250	122 980	+ 4 270
12.79	133 590	128 540	+ 5 050

Quelle: Jahresberichte der BIZ.

Die neue Tabelle wurde notwendig, da die BIZ nicht mehr die Dollarpositionen der europäischen Banken gegenüber den Vereinigten Staaten angibt, sondern erstmals seit 1975 die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in den USA. Bei dieser Tabelle wurden die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten in Fremdwährungen ausgeklammert, da es sich hierbei in keinem Jahr um größere Beträge handelte. Auch die Offshore-Niederlassungen von US-Banken wurden nicht berücksichtigt, da der Saldo von Forderungen und Verbindlichkeiten stets weitgehend ausgeglichen ist, diese Niederlassungen somit nur als Zwischenstation für internationale Geldbewegungen dienen.

b. Die Aufhebung der Mindestreserve für Eurodollarkredit-
aufnahme amerikanischer Banken zwischen August 1978
und Oktober 1979

Die Aufhebung der Mindestreserve für die Eurodollarkredit-
aufnahme amerikanischer Banken sollte die Nachfrage nach
Dollars auf den Devisenmärkten beleben und damit einen Beitrag
zur Festigung des Dollarkurses leisten. Diese Maßnahme hatte
aber zur Folge, daß sich die Alternativkosten für CD's er-
höhten. Die Banken begannen daher aktiv - im Gegensatz zu
den Jahren 1966 - 1969 - ihren Bestand an CD's zu verringern
und durch Eurodollarkredite zu ersetzen.

Tabelle 7 zeigt die Entwicklung der effektiven Kosten für
CD's und Eurodollarkredite für die amerikanischen Banken, die
Höhe der CD's und der Eurodollarguthaben amerikanischer Nicht-
Banken und die Nettokreditaufnahme amerikanischer Banken am
Eurodollarmarkt (einschließlich der Veränderung). Daraus
geht hervor, daß die Verringerung des Mindestreservesatzes
für Eurodollarkredite zuerst nur eine geringe zusätzliche
Nachfrage auslöste.

Am 1. November 1978 erhöhte die Fed, wie bereits erwähnt, den
Mindestreservesatz für CD's von 6% auf 8%. Dies reduzierte er-
neut die Alternativkosten für Eurodollarkredite. Die amerikani-
schen Banken begannen, ihre CD's zu verringern und vermehrt
Eurodollars nachzufragen. Die Banken empfahlen ihren Kunden,
ihre CD's bei Fälligkeit abzuziehen und diese Mittel als Euro-
dollarterminguthaben bei ihren ausländischen Niederlassungen an-
zulegen. Die Niederlassungen transferierten diese Mittel zu ihren
Zentralen. Dadurch konnten die Banken ihre Liquiditätskosten
senken. Die Nachfrage nach Dollars auf den Devisenmärkten wurde
hiervon - im Gegensatz zur Absicht der Fed - nicht berührt. Aus
der Tabelle geht hervor, daß sich in der ersten Hälfte des Jahres
1979 die Summe der CD's verringerte, während die Eurodollar-
guthaben amerikanischer Nicht-Banken kontinuierlich anstiegen.

Tab.7: Die effektiven Kosten der CD's und Eurodollars für amerikanische Banken, die Summe der CD's und der Eurodollarguthaben amerikanischer Nicht-Banken (Mrd.Dollar) und die Summe der Nettokredit-aufnahme amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt (Mrd.Dollar)

Jahr/Monat	Kosten für			Summe der		Summe der	
	Euro-dollars (%)	CD's (%)	Diff. (%)	CD's	Euro-dollar-guthaben	Euro-dollar-kredite	Ver-änd.
1978 Januar	7,63	7,37	0,26	76,4	-	-2,1	
Februar	7,58	7,33	0,25	76,9	-	-2,2	-0,1
März	7,57	7,29	0,28	80,2	-	-3,5	-1,3
April	7,69	7,48	0,21	81,4	-	-0,3	3,2
Mai	8,15	7,89	0,26	84,6	20,1	0,3	0,6
Juni	8,68	8,32	0,36	86,3	21,6	1,5	1,2
Juli	8,88	8,63	0,25	87,3	23,0	3,1	1,6
August	8,83	8,56	0,27	88,0	24,3	2,4	-0,7
September	9,12	9,16	-0,04	90,3	21,8	4,5	2,1
Oktober	10,12	10,02	0,10	90,8	24,7	7,1	2,6
November	11,51	11,65	-0,14	96,4	25,9	8,2	1,1
Dezember	11,62	11,63	-0,01	99,5	25,0	6,3	-1,9
1979 Januar	11,16	11,41	-0,25	101,1	30,5	6,3	0,0
Februar	10,79	11,07	-0,28	99,6	31,5	12,0	5,7
März	10,64	11,01	-0,37	97,5	33,0	16,3	4,3
April	10,60	10,92	-0,32	92,6	33,5	18,9	2,6
Mai	10,75	11,03	-0,28	88,9	34,8	23,2	4,3
Juni	10,52	10,82	-0,30	84,4	35,3	27,5	4,3
Juli	10,87	10,99	-0,12	84,0	-	29,1	1,6
August	11,53	11,62	-0,09	86,4	-	32,7	3,6

Quelle: David H. Resler, "Does Eurodollar Borrowing Improve the Dollar's Exchange Value?" Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 61, Nr.8 (August 1979), S.14f.

Zwischen Januar und Juli 1979 fiel die Summe der CD's um 17,1 Mrd.Dollar, die Verbindlichkeiten amerikanischer Banken bei ihren ausländischen Niederlassungen stiegen um 22,8 Mrd.Dollar. Im August und September 1979 stiegen die CD's und die Euro-dollar-kredite weiter an. Dies ist auf eine erhöhte Kreditnachfrage in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. In der Zeit zwischen dem August 1978 und dem Oktober 1979, als die Fed wieder eine Mindestreserve von 8% auf den Zuwachs der "managed liabilities" einführte, konnten die amerikanischen Banken durch eine Refinanzierung am Eurodollarmarkt - wie 1966 - 1969 - zusätzliche Geldmittel erhalten.

Daher konnten die Banken 1979 bei starker Nachfrage die Ausleihungen um 11% ausweiten, "... im Vergleich zu einer Spannweite von 7 1/2 - 10 1/2%, von der die amerikanische Zentralbank ursprünglich angenommen hatte, daß sie mit der Einhaltung ihrer monetären Zielwerte für das Jahr vereinbar wäre. Die Kredite an Industrie, Handel und Gewerbe wuchsen im Jahresverlauf um 17,8%"¹⁾. "Ein beträchtlicher Teil der zusätzlichen Bankkredite wurde nichtmonetär finanziert: Die langfristigen Mittel der Banken und deren 'managed liabilities' ... weiteten sich dementsprechend stark aus"²⁾, und stiegen um 50 Mrd.Dollar. Dies entsprach fast der Hälfte der Bankkredite³⁾. Die erneute Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt spielte dabei eine nicht unerhebliche Rolle.

1) BIZ, 50.Jahresbericht,a.a.O.,S.76.

2) Ibid., S.75.

3) Vgl.ibid., S.78.

c. Die Rolle der amerikanischen Geschäftsbanken

Es zeigt sich, daß mit dem Umschwung der Kreditpolitik in den Vereinigten Staaten in den Jahren 1970/71 die bis dahin vorherrschenden Gründe für die Errichtung amerikanischer Niederlassungen im Ausland bedeutungslos wurden. Die Reservebestimmungen für Verbindlichkeiten der amerikanischen Banken bei ihren Niederlassungen und die niedrigen Geldmarktzinssätze in den Vereinigten Staaten erhöhten die komparativen Kosten für Eurodollars, so daß diese Refinanzierung weniger attraktiv wurde.

Die Niederlassungen stiegen daraufhin verstärkt in das Zinsarbitragegeschäft ein, und wurden zu einer bedeutenden Bankengruppe am Eurodollarmarkt. Wie die Entwicklung des Eurodollarmarktes der letzten Jahre zeigt, nehmen die amerikanischen Banken den Eurodollarmarkt zur Refinanzierung wieder in Anspruch, wenn die Kosten für Eurodollars günstiger sind als eine vergleichbare Mittelaufbringung im Inland. Im Unterschied zu den Jahren 1965 bis 1970 stehen dabei Zinsüberlegungen im Vordergrund, während sich die Banken früher auch unabhängig von den Mehrkosten für Eurodollars am Eurodollarmarkt refinanzierten, um einer damals vorhandenen Liquiditätsverknappung entgegenzuwirken.

Das Engagement amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führte in vieler Hinsicht zu Veränderungen. Während bis dahin Transaktionen über 10 Mill. Dollar selten waren, und die Zinssätze für solche Beträge gesondert ausgehandelt werden mußten, führte die Aktivität der amerikanischen Banken zu einer schnellen Ausweitung der bei einzelnen Geschäften gehandelten Beträge. 1970 sollen einzelne Transaktionen den Betrag von 100 Mill. Dollar erreicht haben¹⁾, während gegenwärtig auch Einzelkredite bis zu 1 Mrd. Dollar gehandelt werden. Die amerikanischen Banken haben damit zu einer Entwicklung des Eurogeldmarktes zu einem "Großhandelsmarkt" beigetragen.

1) Vgl. Paul Einzig, Parallel Money Markets, Band 1: The Markets in London (London: Macmillan, 1971), S.145.

Die amerikanischen Banken haben, seit sie sich am Euro-dollarmarkt beteiligten, eine gewisse Sonderstellung eingenommen. Da sie einen direkten Zugang zum amerikanischen Geldmarkt besitzen, können sie sich mit weniger Schwierigkeiten und geringeren Kosten als andere Bankengruppen refinanzieren. Während bei nationalen Geldmärkten die jeweilige Zentralbank in der Lage ist, in das Marktgeschehen einzugreifen und die Entwicklung entsprechend zu steuern, fehlt eine solche Instanz beim Eurodollarmarkt. Der Marktausgleich erfolgt über andere Geld- und Kreditmärkte. Die Eurobanken unterhalten zur Sicherung ihrer Zahlungsfähigkeit in erster Linie Reserven bei Instituten, die sowohl am Eurodollarmarkt wie am Geldmarkt der Vereinigten Staaten beteiligt sind und damit einen Marktausgleich vornehmen können¹⁾.

Es sind vor allem die amerikanischen Banken, die für den Eurodollarmarkt gleichsam Zentralbankfunktion übernehmen. Dies gilt einerseits für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage nach Eurodollarmitteln und andererseits für die Clearing-Funktion. Da Eurodollarguthaben Guthaben bei amerikanischen Banken sind, und die Kreditvergabe sich in der Form einer Übertragung der Guthaben von einem Konto bei einer amerikanischen Bank auf ein anderes Konto im amerikanischen Bankensystem vollzieht, übernehmen amerikanische Banken diese Clearing-Funktion, wobei als führende Korrespondenzbank die Manufactures Hannover Trust Company zu nennen ist²⁾.

Die Betrachtung der Entwicklung des Eurodollarmarktes zeigt, daß dieser Geldmarkt in seiner gegenwärtigen Bedeutung mit dem Engagement amerikanischer Banken eigentlich erst richtig begann³⁾. Innerhalb der Jahre 1965 bis 1970 etablierte sich ein internationaler Geldmarkt mit zunehmender Spezialisierung und einer Infrastruktur, die auch durch einzelne nationalstaatliche geldpolitische Maßnahmen nicht mehr zu erschüttern ist.

1) Vgl. Liepmann, a.a.O., S.27.

2) Vgl. Gabriel Hauge, "Chances in U.S. regulations - impact on the market", Euromoney (April 1973), S.25f.

3) Vgl. Gerhard Zweig, "Austrocknung des Eurodollarmarktes", Sparkasse, 90, Nr.6 (1973), S.176.

Besonders auffällig war, daß das Volumen des Eurodollarmarktes auch nach der Rückzahlung der Dollarkredite amerikanischer Banken weiter zunahm. Erst durch die Refinanzierungsgeschäfte in den Jahren 1965 bis 1970 nahmen die amerikanischen Banken in zunehmendem Maße die Möglichkeiten internationaler Finanzierungsgeschäfte wahr, und stiegen zur wichtigsten Bankengruppe auf¹⁾. Selbst die Kapitalexportbeschränkungen, die im Jahre 1974 aufgehoben wurden und die als wichtigste Ursache für die Entstehung des Eurodollarmarktes angesehen werden, führte zu keiner besonderen Verlagerung der internationalen Dollarkreditgeschäfte in die Vereinigten Staaten. Es fand sogar eine Ausdehnung des Eurodollarmarktes auf nichteuropäische Finanzzentren wie Bahamas, Karibik und Fernost statt²⁾.

-
- 1) "Die per Ende 1977 ausstehenden Auslandsanleihen und -kredite beliefen sich auf insgesamt 276,9 Mrd. Dollar. Auch hier entfällt der größte Anteil mit 50,5% auf die US-Banken, was bedeutet, daß die USA der größte internationale Kreditgeber sind." Roussakis, a.a.O., S.52.
- 2) Vgl. BIZ, 46.Jahresbericht, a.a.O., S.77f.

IV. DIE WIRKUNGEN DER REFINANZIERUNG AMERIKANISCHER BANKEN AM EURODOLLARMARKT AUF DIE GELD- UND ZAHLUNGSBILANZ-POLITIK DER VEREINIGTEN STAATEN

Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt kann als Antwort der Banken auf Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik der Fed verstanden werden. Diese Geschäftspolitik der Banken hat wiederum Auswirkungen auf die Effizienz geldpolitischer Maßnahmen. Im folgenden soll daher der Einfluß der Refinanzierung amerikanischer Banken auf die Geldpolitik der Fed aufgezeigt werden.

Untersucht werden dabei im einzelnen die Auswirkungen der Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken auf die Bankenliquidität in den Vereinigten Staaten. In diesem Zusammenhang soll auch der Einfluß der Eurodollarkreditnahme auf die Wachstumsrate der Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B in den USA untersucht werden. Danach wird der Einfluß der Eurodollarkreditnahme auf das amerikanische Zinsniveau dargestellt. Da geldpolitische Maßnahmen möglichst wettbewerbsneutral und ohne größere Verzögerung wirken sollen, wird untersucht, ob die Eurodollarkreditnahme den Wettbewerb zwischen den Banken berührt und die Durchsetzung geldpolitischer Maßnahmen beeinflusst. Zuletzt soll auf die Auswirkungen der Eurodollarkreditnahme auf die amerikanische Zahlungsbilanz und den Wechselkurs des Dollars eingegangen werden.

1. Die Wirkungen der Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken auf die Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B und die Bankenliquidität in den Vereinigten Staaten

Der Eurodollarmarkt und das amerikanische Geldsystem sind durch Transaktionen miteinander verbunden, bei denen Anleger ihre Guthaben bei amerikanischen Banken abziehen und bei Eurobanken anlegen und bei denen amerikanische Banken und Nicht-Banken Eurodollarkredite aufnehmen.

Im einzelnen findet dabei folgender Vorgang statt: Amerikanische Sicht- und Terminguthaben werden abgezogen und an die Eurobanken überwiesen. Die Eurobanken erhalten dadurch die Verfügung über Sichtguthaben bei amerikanischen Banken. Durch die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt stehen diese Beträge den kreditnehmenden Banken zur Verfügung. Die entsprechenden Sichtguthaben werden abgezogen und bei den kreditnehmenden Banken vorübergehend als freie Reserven verbucht. Danach werden sie als Kredite an amerikanische Nicht-Banken vergeben. In dieser Reihenfolge sollen die Auswirkungen auf die Bankenliquidität und die Geldmenge¹⁾ für jede Phase dieses Mittelkreislaufs herausgearbeitet werden.

Darüber hinaus können die Eurobanken auch Dollars auf den Devisenmärkten erwerben und an die amerikanischen Banken als Eurodollarkredite vergeben. Darauf soll am Schluß dieses Kapitels näher eingegangen werden.

- 1) Welche Auswirkungen der Eurodollarmarkt auf die Geldmenge der gesamten Welt hat, wird im folgenden nicht berücksichtigt. Vgl. hierzu John H. Makin, "Identifying a Reserve Base for the Eurodollar System", Journal of Finance, 28, Nr. 3 (Juli 1973), S.609-617; Lee, a.a.O., S.867-874.

a. Der Abzug amerikanischer Guthaben und die Wiederanlage bei den Eurobanken

Werden amerikanische Sichtguthaben abgezogen und bei einer Eurobank angelegt, verringern sich die Sichtguthaben der Nicht-Banken in den USA. In gleichem Umfang steigen die Eurodollarguthaben. Die Eurobanken erhalten neue Einlagen, die sie auf der Aktivseite als Sichtguthaben bei amerikanischen Banken verbuchen. Bei den amerikanischen Banken findet eine Umschichtung auf der Passivseite statt; Sichtguthaben amerikanischer Nicht-Banken werden zu Sichtguthaben der Eurobanken. Die Auswirkungen auf die Geldmenge werden durch die Definitionskriterien der Geldmenge bestimmt¹⁾. Nach der Definition für M_1 , die die Sichteinlagen ausländischer Banken bei amerikanischen Banken mit umschließt, wird die Geldmenge nicht berührt. Da für Sichteinlagen amerikanischer Nicht-Banken und ausländischer Banken der gleiche Mindestreservesatz gilt, entstehen keine freien Reserven. In den USA findet keine Ausdehnung des Kreditvolumens statt. Wird die Geldmenge nach der Definition von M_1A und M_1B bestimmt²⁾, wobei Sichteinlagen ausländischer Banken nicht berücksichtigt werden, sinkt die Geldmenge in Höhe der Umschichtung.

Wenn ein Anleger ein Terminguthaben bei einer amerikanischen Bank bei Fälligkeit abzieht und diesen Betrag einer Eurobank überträgt, so findet innerhalb des amerikanischen Bankensystems eine Verringerung der Termineinlagen und ein Anstieg der Sichteinlagen ausländischer Banken statt. Die Geldmenge M_1 steigt, da die Sichteinlagen ausländischer Banken - im Gegensatz zu den Termineinlagen - berücksichtigt werden. Die

- 1) Im folgenden werden die Geldmengen M_1 , M_1A und M_1B berücksichtigt. Es gilt die Definition:

M_1 = Sichtguthaben der Nicht-Banken + Sichtguthaben ausländischer Banken + Bargeld

M_1A = Sichtguthaben der Nicht-Banken + Bargeld

M_1B = Sichtguthaben der Nicht-Banken + Bargeld + Interest-bearing checking deposits.

Vgl. Anatol B. Balbach und David H. Resler, "Eurodollars and the U.S. Money Supply", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 62, Nr. 6 (Juni/Juli 1980), S. 12.

- 2) Die Geldmenge M_1B wird durch die Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken im gleichen Ausmaß wie die Geldmenge M_1A berührt. Daher wird sie im folgenden nicht weiter berücksichtigt.

Geldmenge M_1A bleibt zunächst unberührt, da weder Termineinlagen noch Sichteinlagen ausländischer Banken berücksichtigt werden. Gleichzeitig sinken aber die freien Reserven, da der Mindestreservesatz für Sichteinlagen über dem Reservesatz für Termineinlagen liegt. Wenn das amerikanische Bankensystem das Kreditvolumen daraufhin tendenziell einschränken muß, verringert sich die Geldmenge M_1A , während die unmittelbare Ausdehnung der Geldmenge M_1 um die steigenden Mindestreserven reduziert wird.

b. Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt

Eurodollarkredite werden von amerikanischen Banken aufgenommen, in erster Linie um den Reservebeschränkungen der Fed entgegenzuwirken. Eurodollarkredite sind, wie die empirische Analyse gezeigt hat, eine direkte Antwort auf die Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik und unbedeutend bei einer expansiven Geldpolitik. Eurodollars stellen eine relativ teure Alternative für zusätzliche Liquidität dar, so daß sich die amerikanischen Banken nur dann auf dem Eurodollarmarkt engagieren, wenn keine einheimischen Liquiditätsmittel zur Verfügung stehen, oder diese teurer sind als Eurodollars¹⁾. Werden die geldpolitischen Restriktionen gelockert, so wenden sich, wie ebenfalls dargelegt, die Banken wieder vom Eurodollarmarkt ab und reduzieren ihre Eurodollarkredite auch über die reservefreie Kreditmenge hinaus²⁾

1) Im Jahre 1967 nahmen die Eurodollarkredite amerikanischer Banken zu, obgleich die Fed eine expansive Geldpolitik durchführte. Es schien zunächst, daß die Banken den Eurodollarmarkt als langfristige Refinanzierungsmöglichkeit ansahen. Als jedoch die Kosten für Eurodollars anstiegen, nahmen die Eurodollarkredite wieder ab.

Vgl. Little, a.a.O., S.13; Kvasnicka, a.a.O., S.14f; Wallich, a.a.O., S.13; Leimone, a.a.O., S.3.

2) Vgl. "Change in Discount Rate", Federal Reserve Bulletin, 56 (1970), S.963; "Banking and Monetary Developments in the Fourth Quarter of 1970", Federal Reserve Bank of New York Monthly Review, 53, Nr.2 (1971), S.33; "Recent Monetary and Bank Credit Developments", Federal Reserve Bank of New York Monthly Review, 53, Nr.5 (1971), S.101.

Die Eurodollarkredite ermöglichen es der einzelnen Bank, ihre Kreditvergabe auch zuzeiten einer restriktiven Geldpolitik auszudehnen. Die Bank erhält die Verfügung über Einlagen bei anderen amerikanischen Banken. Diese Einlagen kann sie in Liquiditätsreserven umwandeln und dadurch neue Kredite vergeben. So verliert die eine Bank Reserven, Kredite und Sichtguthaben, während die andere Bank Liquiditätsreserven erhält. Das Nettoresultat besteht in einer Umverteilung der Aktiva und Passiva zwischen diesen Banken.

Bei dieser Umverteilung wird ein Eurodollarkredit als Verbindlichkeit bei einer ausländischen Zweigstelle der sich verschuldenden Bank auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen. Zunächst soll angenommen werden, daß diese Verbindlichkeiten nicht mindestreservepflichtig sind. Auf der Aktivseite ergibt sich ein entsprechender Anstieg der freien Reserven. Damit kann die Bank einem Kreditnehmer ein neues Sichtguthaben einrichten und die entsprechende Summe auf der Aktivseite als Kredit verbuchen. Nach Verwendung des geschaffenen Sichtguthabens bleibt auf der Aktivseite eine Kreditvergabe und auf der Passivseite eine Verbindlichkeit bei einer ausländischen Zweigstelle bestehen. Das Nettoergebnis - wie in Abbildung 7 dargestellt - ist ein Anstieg der Verbindlichkeiten und der Kreditvergabe des gesamten Bankensystems. Wenn amerikanische Sichteinlagen den Eurobanken übertragen werden, bleibt die Geldmenge M_1 und M_1A konstant, da die Ausdehnung der Kredite dem Reserveverlust anderer Banken entspricht. Um ihren Reserveverpflichtungen nachkommen zu können, müssen diese Banken ihrerseits ihre Kreditvergabe einschränken. Im Endergebnis sind aus Mindestreserven für Sichtguthaben der Eurobanken freie Reserven geworden.

Abb.7: Die Auswirkungen der Eurodollarkreditaufnahme

Banken mit zusätzlichen
Reserven

Banken mit Reservenverlust

1. Die Eurodollar-Kreditaufnahme

Bank A		Bank B	
+ 100 Forderung an Bank B	+ 100 Verbind- lichkeiten bei einer aus- ländischen Niederlassung	20 Reserven 80 Kredite	100 Sichtein- lagen einer Eurobank dann der Bank A

2. Auflösung der Forderung und Umverteilung der Reserven

Bank A		Bank B	
- 100 Forderung an Bank B + 100 Reserven werden zu +100 Kredite	100 Verbind- lichkeiten bei einer aus- ländischen Niederlassung + 100 Sichteinlagen	- 20 Reserven an Bank A - 80 Kredite + 80 Reserven von anderen Banken - 80 Reserven an Bank A	- 100 Sichteinlagen

Andere Banken	
- 80 Reserven an Bank B - 320 Kredite	- 400 Sichteinlagen

3. Verwendung der Kredite, Verrechnung und zusätzliche
Kreditvergabe

Bank A	
100 Reserven 100 Kredite - 100 Reserven	100 Verbind- lichkeiten bei einer aus- ländischen Niederlassung 100 Sichteinlagen - 100 Sichteinlagen

Andere Banken	
+ 100 Reserven + 400 Kredite	+ 500 Sichteinlagen

4. Endergebnis

Banken mit zusätzlichen Reserven

+ 100 Reserven	+ 100 Verbindlichkeiten bei einer ausländischen Niederlassung
+ 500 Kredite	+ 500 Sichteinlagen

Banken mit Reservenverlust

- 100 Reserven	- 500 Sichteinlagen
- 400 Kredite	

Mindestreservesatz für Termineinlagen: 5%

Mindestreservesatz für Sichteinlagen: 20%

Mindestreservesatz für Eurodollarkredite: 0%

Die Nicht-Banken halten kein zusätzliches Zentralbankgeld.

Die zusätzlichen Kredite führen ausschließlich zu Sichtguthaben.

Das Ergebnis des Beispiels in Abbildung 7 wird durch unterschiedliche Voraussetzungen modifiziert. Beispielsweise beeinflusst die Art der Einlagen, die durch den Eurodollar-kredit abgezogen werden, das Endergebnis. Hat ein Eurodollar-kredit den Abzug einer Termineinlage bei einer amerikanischen Bank zur Folge, wird die Übertragung der Reserven zu einem größeren Verlust bei den Banken führen, deren Einlagen berührt werden¹⁾. Dies ist auf den unterschiedlichen Mindestreservesatz für verschiedene Einlagen zurückzuführen, wobei der Satz für Termineinlagen erheblich geringer ist als für Sichteinlagen.

1) Dabei ist es unerheblich, ob die Eurobank über diese Termineinlage verfügt, oder ob amerikanische Nicht-Banken Termineinlagen bei Fälligkeit abziehen und einer Zweigstelle einer amerikanischen Bank übertragen, die diese Mittel als Eurodollarkredit an ihre Zentrale weiterleitet.

Verliert in dem Beispiel von Abbildung 8 die Bank B eine Termineinlage mit einem Reservesatz von 5%, so muß sie ihre Kredite um 95 Dollar reduzieren (statt um 80 Dollar). Dies bedeutet, daß die Sichteinlagen um 475 Dollar (statt um 400 Dollar) bei den anderen Banken abnehmen. Wird unterstellt, daß nur die Bank B eine Termineinlage verliert, während bei den anderen Banken ausschließlich Sichteinlagen berührt werden, resultiert daraus eine größere Einschränkung der Kredite der Banken ohne Eurodollarverbindlichkeiten; der Nettoanstieg der Kreditausdehnung innerhalb des gesamten Bankensystems wird kleiner (25 statt 100 Dollar). Die Geldmenge M_1 und M_1A steigt, da die reduzierten Termineinlagen nicht bei der Bestimmung der Geldmenge berücksichtigt werden, während die neugeschaffenen Sichteinlagen zur Geldmenge gerechnet werden.

Abb.8: Die Auswirkungen bei Termineinlagen

Banken mit zusätzlichen
Reserven

Banken mit Reservenverlust

Endergebnis wie in Abb.7		Bank B	
+ 100 Reserven	+ 100	- 5 Reserven	- 100
	Verbindlichkeiten bei einer ausländischen Zweigstelle	- 95 Kredite	Termineinlagen
+ 500 Kredite	+ 500 Sichteinlagen	Andere Banken	
		- 95 Reserven	- 475
		- 380 Kredite	Sichteinlagen

Eine weitere Variante des Beispiels von Abbildung 7 ergibt sich, wenn durch die Geldpolitik eine Veränderung der Zusammensetzung der gesamten Einlagen hervorgerufen wird. So führte die Zinsobergrenze, die durch die Regulation Q festgelegt wurde, zu einer Umschichtung von Termineinlagen zu Sichteinlagen. Insgesamt resultierte daraus eine höhere Mindestreservehaltung; die Geldmenge stieg durch diese Umschichtung. Abbildung 9 zeigt, wie daraus eine Einschränkung der Gesamteinlagen und Bankkredite resultiert. In diesem Fall wirken die Eurodollarkredite einer Verringerung der Kreditvergabemöglichkeiten der Banken entgegen.

Abb.9: Die Auswirkungen einer Veränderung der Zusammensetzung der gesamten Einlagen

Bank A		Veränderung bei Bank A	
5 Reserven	100	20 Reserven	100
95 Kredite	Termineinlagen	80 Kredite	Sichteinlagen
Andere Banken		Endergebnis für das Bankensystem	
- 15 Reserven an Bank A	- 75 Sichteinlagen	- 75 Kredite	- 100 Termineinlagen
- 60 Kredite			+ 25 Sichteinlagen

c. Die Wirkungen von Mindestreserven für die
Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken

Die Einführung einer Mindestreserve für Eurodollarkredite - zuerst 10% im September 1969, dann 20% im Januar 1971 - führte zu einer Verringerung der zusätzlichen Bankenliquidität. Abbildung 10 zeigt, daß eine Mindestreserve für Eurodollar-kredite in Höhe der Mindestreserve für Sichteinlagen eine zusätzliche Kreditvergabe in jedem Fall verhindert. Dabei wird die Geldmenge M_1 und M_{1A} reduziert. Bei einer Mindestreserve unter dem Reservesatz für Sichteinlagen wird die zusätzliche Kreditvergabe der Banken nur zum Teil eingeschränkt. Da jedoch die Mindestreservevorschriften nur für Eurodollarkredite über eine bestimmte Summe hinaus wirksam werden (wie in Abb. 10 angenommen), fallen die Auswirkungen der Mindestreservevorschriften auf die Bankenliquidität weniger gravierend aus.

Abb.10: Auswirkungen einer 20%igen Mindestreserve

Banken mit zusätzlichen
Reserven

Bank A	
+ 20 Reserven	+ 100
+ 80 Kredite	Verbindlich- keiten bei einer aus- ländischen Zweigstelle

Banken mit Reservenverlust

Endergebnis wie in Abb.7	
- 100 Reserven	- 500
- 400 Kredite	Sichteinlagen

Andere Banken

+ 80 Reserven	+ 400
+ 320 Kredite	Sichteinlagen

Endergebnis für das Banken-
system

- 100
Sichteinlagen
+ 100
Verbindlichkeiten bei einer aus- ländischen Zweigstelle

d. Analyse des Mittelkreislaufes von den Vereinigten Staaten zum Eurodollarmarkt und zurück

Die bisherigen Ausführungen sollen im folgenden zusammengefaßt werden. Bei der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt werden die Sichteinlagen ausländischer Banken in Verbindlichkeiten amerikanischer Banken bei ihren ausländischen Zweigstellen umgewandelt. Diese Verbindlichkeiten sind zunächst freie Reserven, die für eine Kreditvergabe zur Verfügung stehen.

Zunächst soll angenommen werden, daß amerikanische Sichtguthaben aufgelöst und an die Eurobanken überwiesen werden. Dies führt zu folgenden Geldmengenveränderungen.

1. Dp wird zu Df¹⁾

$$\Delta M_1 = 0$$

$$\Delta M_1 A = - Df$$

$M_1 A$ verringert sich in Höhe der Umschichtung, da bei der Bestimmung dieser Geldmenge die Sichteinlagen ausländischer Banken nicht berücksichtigt werden.

- 1) Die folgende Liste der Abkürzungen enthält die amerikanischen Bezeichnungen, die im Einzelfall genauer sind als die Übersetzungen.

Beschreibung	Variable	Variable	Mindest- reservesatz
		Dp	
Bank Liabilities:			
Time Deposits	T	t	r_t
Demand Deposits:			
Government	Dg	d	r_d
Non-bank public	Dp	1	r_d
Foreign Commercial bank	Df	f	r_d
Large CD's	CD	c	r_d
Net Eurodollar borrowings	H	h	r^c
Interest-bearing checking deposits:	ICD	n	r^h
NOW accounts	NOW		d
Credit union drafts	DCU		
ATS account	ATS		
Excess Reserves	E	e	
Currency held by public	C	k	
Source base	B		
Money Stock Measures	M_1		
	$M_1 A$		
	$M_1 B$		
Reserves	R		

Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führt zu folgender Veränderung:

2. Df wird zu $H^1)$

$$\Delta M_1 = - H$$

$$\Delta M_1 A = - H$$

Die Geldmenge M_1 verändert sich nun um den gleichen Betrag wie $M_1 A$, da durch den Eurodollarkredit H die amerikanische Bank die Verfügung über ein Sichtguthaben bei einer anderen amerikanischen Bank erhält. Die Sichtguthaben der Banken werden bei beiden Geldmengendefinitionen nicht berücksichtigt²⁾.

Die Bank, die den Eurodollarkredit aufgenommen hat, zieht das entsprechende Sichtguthaben bei einer anderen amerikanischen Bank ab. Diese Bank reduziert daraufhin ihre Kredite. Dies hat eine multiple Kreditkontraktion zur Folge. Die sich verschuldende Bank erhält freie Reserven.

3. H wird zu E

$$\Delta M_1 = - H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right)$$

In Höhe der freien Reserven vergibt die sich verschuldende Bank neue Kredite. Dies führt zu einer entsprechenden Erhöhung der Sichteinlagen.

4. E wird zu Dp

$$\Delta M_1 = - H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) + H$$

1) Es gilt: $T = Dp = Df = H = E$.

Die Änderungen der Geldmenge beziehen sich stets auf die Geldmenge vor Beginn des Mittelkreislaufes.

2) Da sich auch im folgenden die Geldmenge M_1 und $M_1 A$ um den gleichen Betrag verändern, soll $M_1 A$ nicht mehr gesondert berücksichtigt werden.

Ohne Berücksichtigung einer freiwilligen Reservehaltung und der Bargeldquote findet nun eine Kreditexpansion innerhalb des amerikanischen Bankensystems statt. Dies hat auf die Geldmenge M_1 und M_1A folgende Auswirkung:

$$5. Dp \text{ führt zu } Dp \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right)$$

$$\Delta M_1 = -H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) + H + H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right)$$

$$\Delta M_1 = 0$$

Im Endergebnis wird die Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B durch die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt nicht berührt, wenn Sichtguthaben amerikanischer Nicht-Banken den Eurobanken überwiesen worden sind. Aus amerikanischen Sichtguthaben wurden erneut amerikanische Sichtguthaben. Werden nur die Sichtguthaben der Eurobanken betrachtet, so bleibt M_1 konstant, während sich M_1A und M_1B um den Betrag der Kreditaufnahme amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt erhöht.

Wird eine Mindestreserve für Verschuldungen bei ausländischen Zweigstellen eingeführt, bleiben die ersten beiden Einzelschritte hiervon unberührt. Beim dritten Schritt reduzieren die Mindestreserven die freien Reserven der sich verschuldenden Bank.

$$3a. H \text{ wird zu } E (1-r_h)$$

$$\Delta M_1 = -H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right)$$

Die Geldmenge wird an dieser Stelle durch die Mindestreserve r_h noch nicht verändert. Erst bei der Kreditvergabe der sich verschuldenden Bank verringert sich die Geldmenge

$$4a. E (1-r_h) \text{ wird zu } Dp (1-r_h)$$

$$\Delta M_1 = -H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) + H (1-r_h)$$

Danach wird auch das Ausmaß der Kreditexpansion eingeschränkt.

$$5a. D_p (1-r_h) \text{ führt zu } D_p \left(\frac{1-r_h}{r_d} - 1 + r_h \right)$$

$$\Delta M_1 = -H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) + H (1-r_h) + H \left(\frac{1-r_h}{r_d} - 1 + r_h \right)$$

$$\Delta M_1 = -H \frac{r_h}{r_d}$$

Entspricht der Mindestreservesatz für Eurodollarkredite dem Mindestreservesatz für Sichteinlagen, so sinkt die Geldmenge in Höhe der Eurodollarkreditaufnahme. Das Kreditvolumen kann durch eine Refinanzierung am Eurodollarmarkt nicht ausgedehnt werden. Werden nur die Sichtguthaben der Eurobanken betrachtet, so sinkt M_1 um den Betrag der Kreditaufnahme amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt, während M_1A und M_1B konstant bleiben. Wenn der Mindestreservesatz für Sichteinlagen über dem Satz für Verbindlichkeiten bei ausländischen Niederlassungen liegt, steigen die freien Reserven und können zu einer Ausdehnung des Kreditvolumens führen.

Liegt der Eurodollarkreditaufnahme einer amerikanischen Bank die Umschichtung amerikanischer Termineinlagen zu Eurodollareinlagen zugrunde, hat dies folgende Wirkung. (Die Einzelschritte entsprechen dabei der vorigen Analyse.)

$$1. \Delta M_1 = -T \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{Df}{r_d}$$

$$\Delta M_1A = -T \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{Df}{r_d} - Df$$

Der Abzug der $\frac{1-r_t}{r_d}$ Termineinlagen führt zu einer Verringerung der Geldmenge um $T \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right)$, da die betroffene Bank ihre Kredite reduzieren muß. Die Folge ist eine multiple Kreditkontraktion innerhalb des amerikanischen Bankensystems. Da die Eurobanken diese Termineinlagen wieder als Sichteinlagen bei den amerikanischen Banken halten, resultiert daraus eine Kredit-

expansion um $\frac{Df}{r_d}$. Im Endergebnis steigt die Geldmenge M_1 um $\frac{Tr_t}{r_d}$; M_1A vermindert sich um $T \left(\frac{r_d - r_t}{r_d} \right)$.

$$\begin{aligned} 2. \quad \Delta M_1 &= \Delta M_1 A = -T \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{Df}{r_d} - H \\ &= -H \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{H}{r_d} - H^1) \end{aligned}$$

$$3. \quad \Delta M_1 = H \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{H}{r_d} - H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right)$$

$$4. \quad \Delta M_1 = -H \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{H}{r_d} - H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) + H$$

$$\begin{aligned} 5. \quad \Delta M_1 &= -H \left(\frac{1-r_t}{r_d} \right) + \frac{H}{r_d} - H - H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) + H + H \left(\frac{1-r_d}{r_d} \right) \\ &= H \frac{r_t}{r_d} \end{aligned}$$

Die Umschichtung von Termineinlagen zu Eurodollareinlagen und die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führen zu einer Ausdehnung der Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B . Dabei entspricht die Ausdehnung der Geldmenge auch der Ausdehnung der Bankenliquidität der amerikanischen Banken nach der Eurodollarkreditaufnahme. Obgleich die Geldmenge ansteigt, kann nur eine geringere Ausdehnung des Kreditvolumens stattfinden als bei der Umschichtung amerikanischer Sichteinlagen zu Eurodollarkrediten.

1) Es gilt $T = Df = H = E$

Werden Mindestreserven für Eurodollarkredite gehalten, ergibt sich folgende Veränderung:

$$4a. \Delta M_1 = - \left(\frac{H - Hr_t}{r_d} \right) + \frac{H}{r_d} - H - H \left(\frac{1 - r_d}{r_d} \right) + H (1 - r_h)$$

$$\begin{aligned} 5a. \Delta M_1 &= - H \left(\frac{1 - r_t}{r_d} \right) + \frac{H}{r_d} - H - H \left(\frac{1 - r_d}{r_d} \right) \\ &\quad + H (1 - r_h) + H \left(\frac{1 - r_h}{r_d} - 1 + r_h \right) \\ &= - H \left(\frac{r_h - r_t}{r_d} \right) \end{aligned}$$

Entspricht der Mindestreservesatz für Eurodollarkreditaufnahme amerikanischer Banken dem Mindestreservesatz für Termineinlagen, so bleibt die Geldmenge konstant. Auch eine Ausdehnung des Kreditvolumens ist nicht möglich. Ist r_h gleich r_d , so verringert sich die Geldmenge.

Anhand der bisherigen Analyse soll versucht werden, quantitative Aussagen für die Jahre 1969 und 1979 zu treffen, in denen der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt eine besondere Bedeutung zukam.

Nach Angaben der BIZ¹⁾ verschuldeten sich die amerikanischen Banken 1969 mit 7,5 Mrd. Dollar am Eurodollarmarkt. Dabei handelte es sich um einen Mittelkreislauf von ca. 4 Mrd. Dollar von den Vereinigten Staaten zum Eurodollarmarkt und zurück. Direkte Umschichtungen von CD's zu Eurodollareinlagen spielten dabei noch keine besondere Rolle. Daher kann angenommen werden, daß in erster Linie amerikanische Sichtguthaben zur Eurodollarkreditaufnahme amerikanischer Banken führten. In diesem Fall stand dem amerikanischen Bankensystem zusätzliche Bankenliquidität in Höhe von ca. 4 Mrd. Dollar zur Verfügung, ohne entsprechenden Anstieg der Geldmenge M_1 , M_1A oder M_1B . Die

1) Vgl. BIZ, 40. Jahresbericht, a.a.O., S. 160.

Geldmenge M_1 stieg in diesem Jahr um 4,4 Mrd.Dollar. Selbst unter Berücksichtigung der Bargeldquote und der freiwilligen Reserven fand wahrscheinlich eine erhebliche Ausdehnung des Kreditvolumens statt, ohne daß die Wachstumsrate der Geldmenge entsprechend berührt wurde.

Im Jahre 1979 unterstützten die amerikanischen Banken aktiv die Umschichtung von CD's zu Eurodollarguthaben. Daher kann davon ausgegangen werden, daß die Refinanzierung der amerikanischen Banken am Eurodollarmarkt zum großen Teil auf der Grundlage amerikanischer Terminguthaben erfolgte. Durch die Umschichtungen von CD's in Eurodollarkredite in Höhe von 17 Mrd.Dollar in der ersten Hälfte des Jahres 1979¹⁾ standen den Banken freie Reserven in Höhe von 1,36 Mrd.Dollar zur Verfügung. Nach dem Beispiel in den Abbildungen 7 und 8 konnten zusätzliche Kredite in Höhe von 6,8 Mrd.Dollar vergeben werden.

Abb.11: Die Refinanzierung amerikanischer Banken bei Umschichtung von CD's in Eurodollarguthaben (Januar - Juni 1979) (in Dollar)

Banken mit Eurodollar-kreditaufnahme		Banken mit Verlust der CD's	
+ 17 Mrd. Reserven werden zu	+ 17 Mrd. Verbindlichkeiten bei ausländischen Zweigstellen	- 1,36 Mrd. Reserven	- 17 Mrd. CD's
+ 17 Mrd. Kredite		- 15,64 Mrd. Kredite	
Banken mit zusätzlichen Reserven		Banken mit Reservenverlust	
+ 17 Mrd. Reserven werden zu	+ 85 Mrd. Sichteinlagen	- 15,64 Mrd. Reserven	- 78,2 Mrd. Sichteinlagen
+ 68 Mrd. Kredite		- 62,56 Mrd. Kredite	

Mindestreservesatz für CD's: 8%

Mindestreservesatz für Sichteinlagen: 20%

Mindestreservesatz für Eurodollarkredite: 0%

Die Nichtbanken halten kein zusätzliches Zentralbankgeld.

Die zusätzlichen Kredite führen ausschließlich zu Sichtguthaben.

1) Vgl. Resler, a.a.O., S.15.

Die Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B stieg dadurch um

$$M_1 = M_1A = + H \frac{r_t}{r_d}$$
$$= 6,8 \text{ Mrd.Dollar}$$

($H = 17 \text{ Mrd.Dollar}$, $r_t = 0,08$, $r_d = 0,2$)

Dies entsprach der Höhe der zusätzlichen Bankenliquidität.

Bei einem Geldschöpfungsmultiplikator von 2,5 führen die freien Reserven zu einer zusätzlichen Ausdehnung der Geldmenge M_1 um 3,4 Mrd.Dollar. "This amounts to roughly 40 percent of the increase in M_1 (not seasonally adjusted) that occurred from January to Juli 1979, and suggests that increases in Eurodollar borrowing have contributes to a more rapid expansion of the money supply."¹⁾

Wenn die zusätzliche Bankenliquidität zu Preissteigerungen und einer höheren Importquote führte, stand dies im Gegensatz zu den geldpolitischen Zielvorstellungen der Fed, die 1979 eine verschärfte restriktive Geldpolitik zur Verringerung der hohen Inflationsrate durchzuführen suchte. Um ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen, sah sich die Fed sogar gezwungen, erstmals Kreditbeschränkungen einzuführen.

1) Resler, a.a.O., S.16.

e. Der Einfluß der Eurodollar-Transaktionen auf den amerikanischen Geldschöpfungsmultiplikator

Die Beziehungen des amerikanischen Geldsystems zum Eurodollarmarkt haben daher Auswirkungen auf die Berechnung der amerikanischen Geldmenge. Dabei müssen die verschiedenen Definitionskriterien der Geldmenge berücksichtigt werden. Unterschiedliche Mindestreservesätze haben weitere Auswirkungen auf die Geldmenge. Es sind im Prinzip die gleichen Probleme, die entstehen, wenn innerhalb des amerikanischen Geldsystems Sichtguthaben in Terminguthaben oder geldnahe Forderungen und umgekehrt umgeschichtet werden.

Die Wirkungen der Eurodollarkredite auf die Geldmenge in den Vereinigten Staaten dürfen sich nicht nur auf eine Untersuchung der einzelnen Transaktionen beschränken, sondern müssen durch eine Analyse der Portfolioentscheidungen ergänzt werden. Im folgenden wird dazu auf die modelltheoretischen Überlegungen von Balbach und Resler näher eingegangen¹⁾.

1) Vgl. Balbach und Resler, a.a.O., S. 7-12. Die folgenden Ausführungen dieses Abschnittes beruhen im wesentlichen auf diesem Artikel. Dabei soll weniger auf die empirischen Ergebnisse als vielmehr auf die Darstellung weiterer ökonomischer Zusammenhänge zwischen dem Eurodollarmarkt und dem amerikanischen Geldsystem eingegangen werden.

Eurodollartransaktionen beeinflussen die Geldschöpfungsmultiplikatoren¹⁾, wenn sie die Verbindlichkeiten amerikanischer Banken bei ihren ausländischen Niederlassungen (H) berühren oder wenn sich die Einlagen ausländischer Geschäftsbanken bei amerikanischen Banken (Df) verändern. Präferenzveränderungen führen zu Eurodollartransaktionen und verändern das Verhältnis der Sichteinlagen der amerikanischen Banken (f) oder das Verhältnis der Verbindlichkeiten amerikanischer Banken bei ausländischen Banken zu den Sichteinlagen (h). Umschichtungen von Termineinlagen führen zu Veränderungen des Verhältnisses von Termineinlagen zu Sichteinlagen (c) und zu Veränderungen des Verhältnisses der Sichteinlagen ausländischer Banken zu den Sichteinlagen (f) oder der Eurodollarkredite zu den Sichteinlagen (h).

Veränderte Portfolioentscheidungen der amerikanischen Banken und Nicht-Banken haben Auswirkungen auf die Geldmenge. Diese Auswirkungen können analysiert werden, indem man die Multiplikatoren in Bezug auf die einzelnen Präferenzbeziehungen differenziert. Diese partiellen Differentiale können in Elastizitäten umgewandelt werden.

1) Ableitungen der Multiplikatoren:

$$(1) \quad B = R + C$$

$$(2) \quad M_1 = m_1 B = Dp + Df + C$$

$$M_{1A} = m_{1A} B = Dp + C$$

$$M_{1B} = m_{1B} B = Dp + C + \text{NOW} + \text{DCU} + \text{ATS} \\ = Dp + C + \text{ICD}$$

$$(3) \quad T = tDp$$

$$(4) \quad Dg = dDp$$

$$(5) \quad Df = fDp$$

$$(6) \quad CD = cDp$$

$$(7) \quad H = hDp$$

$$(8) \quad \text{ICD} = nDp$$

$$(9) \quad E = eDp$$

$$(10) \quad C = kDp$$

$$(11) \quad R = r_d (Dp + Df + Dg + \text{ICD}) + r_t T + r_c CD + r_h H + E$$

$$(12) \quad R = (r_d (1 + f + d + n) + r_t t + r_c c + r_h h + e) Dp$$

$$(13) \quad B = (r_d (1 + f + d + n) + r_t t + r_c c + r_h h + e + k) Dp = D Dp$$

$$(14) \quad M_1 = (1 + f + k) Dp$$

$$M_{1A} = (1 + k) Dp$$

$$M_{1B} = (1 + k + n) Dp$$

$$(15) \quad m_1 = \frac{1 + f + k}{D} \quad m_{1A} = \frac{1 + k}{D} \quad m_{1B} = \frac{1 + k + n}{D}$$

$$(16) \quad D = r_d (1 + f + d + n) + r_t t + r_c c + r_h h + e + k$$

Liste der Abkürzungen siehe oben S. 113.

Vgl. Balbach und Resler, a.a.O., S. 12.

Eine Umschichtung amerikanischer Sichteinlagen in Eurodollars führt zu einem Anstieg der Sichteinlagen ausländischer Geschäftsbanken bei amerikanischen Banken. Dadurch verändert sich f . Die Elastizität von M_1 in Bezug auf f , $\frac{f}{D} \left(\frac{1}{M_1} - r_d \right)$, wird bestimmt durch M_1 und r_d . Der Wert für M_1 betrug ca. 2,5 und der höchste Mindestreservesatz für Sichteinlagen 17%. Daher ist die Elastizität von M_1 für f positiv. Ein Anstieg von f führt zu einem Anstieg der Geldmenge M_1 . Die Elastizität für $M_1 A^{1)}$, $-r_d \frac{f}{D}$, ist bei Änderungen von f negativ. Bei der Definition von $M_1 A$ werden die Sichteinlagen ausländischer Banken nicht berücksichtigt.

Veränderungen von h betreffen die Zusammensetzung der Passiva amerikanischer Banken. Die Elastizitäten, $-r \frac{h}{hD}$, sind dabei für jeden Multiplikator identisch. Dies bedeutet, daß Veränderungen der Eurodollarkredite amerikanischer Banken die gleichen Auswirkungen auf die Geldmenge - unabhängig von den verschiedenen Definitionen - haben. Besteht ein Mindestreservesatz von 0% für Eurodollarkredite, so wird der Wert der Elastizität ebenfalls 0.

Präferenzveränderungen amerikanischer Nicht-Banken zwischen Termineinlagen und Sichteinlagen (c), die von Änderungen von f und h begleitet werden, beeinflussen die amerikanische Geldmenge, wenn Terminguthaben abgezogen und bei Eurobanken angelegt werden. Da die Elastizitäten für c , $-r \frac{c}{cD}$, für alle Multiplikatoren negativ sind, verringert sich die Geldmenge. Nur bei gleichzeitiger Änderung von f kann ein positiver Einfluß auf die Geldmenge M_1 stattfinden²⁾.

- 1) Die Elastizitäten von $M_1 A$ und $M_1 B$ sind immer identisch.
- 2) Die von Balbach und Resler errechneten Durchschnittswerte der Elastizitäten für die Jahre 1973 - 1979 zeigen, daß ein Anstieg von f um ein Prozent zu einem Anstieg des Multiplikators M_1 um 0,021 Prozent und zu einer Verringerung von $M_1 A$ um 0,006 Prozent führte. Die größten Auswirkungen auf die Multiplikatoren gingen von Änderungen von c aus. Jedoch waren die Werte der Elastizitäten relativ klein, so daß nur ein geringer Einfluß auf die Geldmenge stattfand. Hat beispielsweise $M_1 A$ den Wert 2,5 und beträgt die Geldbasis 160 Mrd. Dollar, so beträgt $M_1 A$ 400 Mrd. Dollar. Steigt c um ein Prozent, hat dies eine verringerte Geldmenge $M_1 A$ um 176 Mill. Dollar zur Folge, während der Anstieg von f um ein Prozent zu einer verringerten Geldmenge $M_1 A$ um 24 Mill. Dollar führt. Vgl. Balbach und Resler, a.a.O., S. 9.

Die Präferenzbeziehungen f , h und c beschreiben die Portfolioentscheidungen der amerikanischen Banken und Nicht-Banken. Die Portfolioentscheidungen werden - nach Meinung der Autoren Balbach und Resler - durch die unterschiedlichen Zinsraten beeinflusst. Daher führen Veränderungen der Zinsstruktur zu Änderungen der Geldmenge. Die Zinsempfindlichkeit der Eurodollars hängt von der Substitutionsbeziehung zwischen amerikanischen Guthaben und Eurodollars ab. Die Attraktivität der Eurodollarterminguthaben ist auf den Zinsunterschied zwischen der Zinsrate für CD's und der Zinsrate für Eurodollars zurückzuführen. Sind beide Guthaben gleichwertige Substitute, besteht kein Zinsunterschied. Da aber amerikanische CD's für die Anleger zusätzliche Vorteile bieten, müssen Eurodollars höher verzinst werden, damit ein Gleichgewicht entsteht. Veränderungen dieser Zinsdifferenz haben Umschichtungen zwischen Eurodollars und CD's zur Folge.

Die Autoren kommen dabei zu folgender Ableitung: Die Zinsdifferenz, die zu einem Gleichgewicht führt, verändert sich bei Änderungen der Zinsraten und der Mindestreservesätze für die verschiedenen Bankeinlagen. Sind für Eurodollars keine Mindestreserven erforderlich¹⁾, so entsteht ein Gleichgewicht zwischen der Nachfrage amerikanischer Banken nach Eurodollars und CD's.

$$1. \quad i_e = \frac{i_{U.S.}}{1-r_c}$$

Bei Gleichgewicht beträgt der Zinsunterschied S zwischen Eurodollar und CD's:

$$2. \quad S = i_e - i_{U.S.}$$

1) Bei Mindestreserven für Eurodollars gilt:

$$\frac{i_e}{1-r_h} = \frac{i_{U.S.}}{1-r_c}$$

Daraus folgt:

$$3. \quad S = \left(\frac{r_c}{1 - r_c} \right) i_{U.S.}$$

Steigt die amerikanische Zinsrate, vergrößert sich die Zinsdifferenz S. Wird die Gleichung nach $i_{U.S.}$ differenziert, gilt:

$$4. \quad \frac{dS}{di_{U.S.}} = \frac{r_c}{1 - r_c}$$

Da $\frac{r_c}{1 - r_c}$ positiv ist, führt ein Anstieg der amerikanischen Zinsrate zu einem Anstieg der Zinsdifferenz und zu einer Umschichtung von CD's in Eurodollars. Die Elastizität der Zinsdifferenz¹⁾ in Bezug auf die Höhe der amerikanischen Zinsrate ist:

$$5. \quad \left(\frac{r_c}{1 - r_c} \right) \frac{i_{U.S.}}{S}$$

-
- 1) Balbach und Resler errechneten für die Jahre 1973 bis 1979 den Durchschnittswert von 1,08. Wenn Schwankungen dieses Wertes vernachlässigt werden, bedeutet dies, daß ein Anstieg der amerikanischen Zinsraten um ein Prozent zu einem Anstieg der Zinsdifferenz um ein Prozent führt. Die Zinsdifferenz stand somit in einem konstanten Verhältnis zu den amerikanischen Zinsraten. Da in dem Untersuchungszeitraum die Mindestreserverate für CD's und Eurodollars zumeist identisch waren, ist diese Zinsdifferenz auf eine geringere Attraktivität der Eurodollars zurückzuführen. Der Wert dieser Elastizität und seine geringe Variation bedeutet, daß sich die Risikoprämie für Eurodollars weitgehend im gleichen Verhältnis zur amerikanischen Zinsrate veränderte. Als aber die Mindestreserverate für Eurodollars im September 1978 auf 0% verringert wurde, errechneten Balbach und Resler einen Anstieg der Elastizität der Zinsdifferenz auf 1,57. Dies bedeutet, daß ein Anstieg der Zinsrate in den Vereinigten Staaten mit einem größeren Anstieg der Zinsrate am Eurodollarmarkt verbunden war als vor September 1978. Die gestiegene Nachfrage amerikanischer Banken kann dafür die Ursache gewesen sein. Es überrascht nicht, daß während des Untersuchungszeitraums die Elastizität der Zinsdifferenz ca. 1 betrug und relativ konstant war. Erst nach 1969 entwickelten sich enge Substitutionsbeziehungen zwischen dem amerikanischen Geldmarkt und dem Eurodollarmarkt. Zinsveränderungen wurden sofort durch Angebots- und Nachfrageverschiebungen ausgeglichen. Für die Jahre 1966 bis 1969 dürfte der Wert der Elastizität größer als 1 gewesen sein. Der Anstieg der Geldmarktzinsen in den USA betrug 2%, während die Zinsraten am Eurodollar-

Eurodollartransaktionen verändern die Werte für f , c und h und haben dadurch Auswirkungen auf die Geldschöpfungsmultiplikatoren. Der Nettoeinfluß auf die amerikanische Geldmenge hängt dabei zusätzlich von den Zinselastizitäten von f , c und h ¹⁾ ab und von den Elastizitäten der Geldschöpfungsmultiplikatoren für f , c und h .

./.

markt um 6% anstiegen. Auch für 1979 veränderte sich der Wert dieser Elastizität erheblich. Dies zeigt, daß die Zinsdifferenz zwischen dem amerikanischen Geldmarkt und dem Eurodollarmarkt die Präferenzveränderungen nur teilweise erklärt. Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt richtet sich auch nach der Kreditnachfrage in den USA und den zur Verfügung stehenden Liquiditätsreserven. Da während des Untersuchungszeitraums für die amerikanischen Banken kaum Reservebeschränkungen vorhanden waren, konnte sich eine relativ konstante Elastizität der Zinsdifferenz entwickeln. Für Prognosen dürfte dieser Wert jedoch kaum geeignet sein.
Vgl. Balbach und Resler, a.a.O., S.10.

-
- 1) Nach Ansicht von Balbach und Resler sind die Auswirkungen der Eurodollartransaktionen bei Zinssteigerungen in den Vereinigten Staaten relativ gering. Selbst ein Anstieg der amerikanischen Zinsraten um 10% monatlich führt zu einem Anstieg von M_1 um weniger als 0,2%. Durch eine entsprechende Offen-Markt-Politik kann die Fed diesen Auswirkungen ohne größere Probleme entgegenwirken. Allerdings beschränkt sich die empirische Untersuchung auf Durchschnittswerte zwischen 1973 und 1979, als der Eurodollarmarkt für die Refinanzierung amerikanischer Banken keine wichtige Rolle spielte. Es ist fraglich, ob die empirischen Ergebnisse so weitreichende - wirtschaftspolitisch relevante - Schlußfolgerungen zulassen. Die Untersuchung beschränkt sich auf einen Zeitraum, in dem den amerikanischen Banken ausreichend Liquidität zur Verfügung stand, so daß sie auch ihr Auslandsgeschäft erheblich ausweiten konnten. Eine Refinanzierung am Eurodollarmarkt war daher nicht interessant, die Nettoverschuldungen waren gering. Darüber hinaus berücksichtigen die Verfasser in ihrem Modell nicht die Auswirkungen der Regulation Q, die besonders in den Jahren 1966 - 1969 relevant waren. Die alleinige Betrachtung des amerikanischen Zinsniveaus reicht daher nicht aus. Dies bedeutet, daß für wirtschaftspolitisch relevante Prognosen - wie sie die Verfasser treffen - die empirischen Daten unzureichend sind, da wichtige Randbedingungen fehlen.
Vgl. Balbach und Resler, a.a.O., S.11.

f. Die Bedeutung der Herkunft der Eurodollars für die Geldmenge und die Bankenliquidität

Bei der Beurteilung der Eurodollarkredite amerikanischer Banken muß auch die Herkunft der Eurodollars betrachtet werden. Stammen die Eurodollars aus privaten oder offiziellen Einlagen bei amerikanischen Banken, ist keine zusätzliche Analyse notwendig. Stammen sie jedoch aus Dollareinlagen bei der Fed, deren Eigentümer beispielsweise ausländische Regierungen und Zentralbanken sind, geht davon ein expansiver Effekt aus¹⁾.

Bei der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt können die Eurodollars von nicht-amerikanischen Zentralbanken stammen, wenn die Dollars beispielsweise von den Eurobanken auf den Devisenmärkten erworben wurden. Dadurch können die Guthaben dieser Zentralbanken bei der Fed vermindert werden. Die amerikanische Bank, die den Eurodollarkredit aufnimmt, erhält die Verfügung über diese Mittel. Es erhöhen sich die Liquiditätsreserven dieser Bank und des amerikanischen Bankensystems. Auf der Grundlage dieser neuen Reserven kann eine Kreditschöpfung innerhalb des amerikanischen Bankensystems stattfinden. Um diesem Anstieg der Reserven entgegenzuwirken, muß die Fed - im Rahmen ihrer Offen-Markt-Politik - zusätzliche Wertpapiere verkaufen, um die neuen Reserven stillzulegen.

Nach Angaben der BIZ²⁾ nahmen z.B. die amerikanischen Banken im Jahre 1969 7,5 Mrd. Euro-Dollarkredite auf. Dieser Euro-dollarzufluß kann im wesentlichen auf vier Quellen zurückgeführt werden:

1. Export von US-Mitteln auf den Eurodollarmarkt: 2 Mrd.Dollar
2. Übertragung ausländischer privater Guthaben in den USA auf den Eurodollarmarkt: 0,5 Mrd.Dollar
3. Übertragung ausländischer amtlicher Guthaben bei amerikanischen Banken auf den Euro-dollarmarkt: 1,5 Mrd.Dollar
4. Übertragung von Guthaben außerhalb der Vereinigten Staaten auf den Eurodollarmarkt: 3,5 Mrd.Dollar.

1) Dies ist auch der Fall, wenn nichtamerikanische Zentralbanken nicht marktfähige Staatspapiere zurückgeben und den entsprechenden Dollarbetrag am Eurodollarmarkt anbieten.

2) Vgl.BIZ, 40.Jahresbericht,a.a.O.,S.160f.

In den drei erstgenannten Fällen, mit zusammen ca. 4 Mrd. Dollar, handelt es sich um einen Mittelkreislauf von den Vereinigten Staaten zum Eurodollarmarkt und wieder zurück. Im vierten Fall fand ein Kapitalimport in die Vereinigten Staaten statt. Dies geschah in dem Umfang, in dem die Eurodollarkredite - die die amerikanischen Banken aufgenommen haben - von einem Umtausch anderer Währungen in Dollar stammten. "Trotzdem übte ... (diese Eurodollarkreditaufnahme, d.Verf.) nur in dem Ausmaße einen expansiven Einfluß auf die Kreditbasis der amerikanischen Volkswirtschaft aus, in dem die anderen Länder ihren entsprechenden Kapitalabfluß nicht aus ihren Dollarreserven, sondern durch den Verkauf von Gold oder durch Ziehungen im Rahmen des Federal-Reserve-Swapnetzes finanzierten"¹⁾. Vermutlich sind die genannten Zahlen zu niedrig, da sie sich "... nur auf solche Mittel beziehen, die in irgendeinem Stadium bei den Banken der berichtenden europäischen Länder durchgelaufen sind"²⁾.

Schließlich führte die Möglichkeit, Eurodollarkredite für einen kurzfristigen Ausgleich der Mindestreserveverpflichtungen heranzuziehen, zu höheren freien Reserven und zu einer Kreditgeldschöpfung. Diese Möglichkeit wurde durch entsprechende Maßnahmen der Fed im September 1969 abgeschafft.

1) BIZ, 40.Jahresbericht, a.a.O., S.161; vgl. dazu auch Mayer, a.a.O., S.28; Leimone, a.a.O., S.5.

2) BIZ, 40.Jahresbericht, a.a.O., S.161; 1969 stieg die Geldmenge M_1 in den Vereinigten Staaten um 4,4 Mrd.Dollar. Da der Anteil der US-Inländer an der Geldmenge um 0,4 Mrd.Dollar abnahm, ist das Geldmengenwachstum auf die Zunahme des Anteils der Nichtamerikaner zurückzuführen. Deren Sichtguthaben stiegen um 4,8 Mrd.Dollar. Wenn beachtet wird, daß die Geldmenge in den Jahren 1964 bis 1971 um durchschnittlich 7,7 Mrd.Dollar anstieg und sich selbst in den Phasen einer expansiven Geldpolitik im Jahre 1971 nur um 12,5 Mrd.Dollar ausdehnte (Quelle: Federal Reserve Bulletin, versch.Jgg.), wird deutlich, daß der ausländischen Komponente der Geldmenge ein erhebliches Gewicht beigemessen werden muß. Leider lassen es die zur Verfügung stehenden Daten nur indirekt zu, die quantitative Bedeutung der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt einzuschätzen. Betrachtet man die Zunahme der Eurodollarkredite amerikanischer Banken und die Zunahme des ausländischen Anteils der Geldmenge, so muß ein expansiver Effekt auf die Liquiditätsreserven der amerikanischen Banken durch die Refinanzierung am Eurodollarmarkt stattgefunden haben.

Insgesamt konnten die Banken dank ihres Engagements am Eurodollarmarkt den Einschränkungen der Bankenliquidität und der Geldmenge durch die restriktive Geldpolitik entgegenwirken. Da die Eurodollarkredite dazu beitrugen, das Kreditvolumen der Banken zu erhöhen, stand der Zugang zum Eurodollarmarkt im Widerspruch zu den Zielen der Fed.

2. Die Wirkungen auf das Zinsniveau in den Vereinigten Staaten

Im Rahmen ihrer Geldpolitik beeinflusst die Fed die Zinsraten besonders durch ihre Offen-Markt-Politik. Der Anstieg der Zinsraten soll dabei die quantitative Nachfrage nach Krediten einschränken, soweit diese Nachfrage vom Preis der Kredite abhängt. Eine Einschränkung der Kreditnachfrage soll zu einem Sinken der Nachfrage und zu einer geringeren Preissteigerung führen. In dem Ausmaß, wie Eurodollarkredite das Zinsniveau beeinflussen, werden sie für die Geldpolitik der Fed von Bedeutung sein.

a. Zusätzliche Bankenliquidität

Die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt führt dazu, daß die Banken den Kreditnehmern zusätzliche

Kredite anbieten können¹⁾. Dieses zusätzliche Kreditvolumen führt tendenziell zu einer Senkung der Zinsraten an den Geld- und Wertpapiermärkten und wirkt somit den Intentionen der Fed entgegen.

Der psychologische Effekt der Eurodollarkredite wird besonders von Brimmer hervorgehoben²⁾. Brimmer ist der Meinung, daß die Banken, die Zugang zum Eurodollarmarkt haben, es für weniger notwendig erachten, während einer restriktiven Geldpolitik entschränkende Kreditvergaberichtlinien einzuführen und neue Kredite zu beschränken. Dadurch vermitteln sie dem Geldmarkt und ihren eigenen Kunden den Eindruck, daß das Ausmaß der monetären Restriktionen weniger gravierend ist, als dies von den offiziellen Organen dargestellt wird. Diese Vorstellung der Kreditnehmer, daß Kredite immer noch relativ leicht zu erhalten sind, wirkt den Zielen der Fed entgegen³⁾. Hohe Zinsen und eine eingeschränkte Verfügbarkeit über Kredite werden von der Fed als Signal für die Wirtschaft verstanden, ihre Investitionsbereitschaft zu überdenken. Die Eurodollarkredite schränken die Aussagefähigkeit dieses Signals ein⁴⁾.

1) Vgl. Mayer, a.a.O., S. 26-28, der die verschiedenen Auswirkungen auf die Zinsrate beschreibt. Leimone, a.a.O., S. 4, beschäftigt sich in erster Linie mit den Zinsdifferenzen zwischen einzelnen Ländern und dem daraus resultierenden Kapitalströmen. Der Eurodollarmarkt führte danach zu einer größeren Zinsempfindlichkeit internationaler Kapitalbewegungen, wodurch Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz gegeben sind, die die Fed in ihre Überlegungen mit einbeziehen muß.

2) Vgl. Brimmer, Euro-Dollar Flows..., a.a.O., S. 4.

3) Vgl. loc. cit.

4) Vgl. loc. cit.

b. Die Bedeutung der Herkunft der Eurodollars für das amerikanische Zinsniveau

Der Einfluß der Eurodollars auf die Zinsrate kann durch die Herkunft der Eurodollars verstärkt oder eingeschränkt werden. Handelt es sich um Guthaben bei amerikanischen Geschäftsbanken, so findet eine Umverteilung der Reserven unter den Banken statt, wodurch ein Nettoanstieg der Kredite möglich wird. Die Zinsrate verringert sich oder sie steigt weniger an, als dies ohne Eurodollarkredite der Fall wäre. Werden für Eurodollarkredite amerikanische Geldmarktpapiere abgezogen, führt der Verkauf dieser Wertpapiere zu einem Sinken der Kurse und damit zu einem Anstieg der Zinsrate¹⁾. In diesem Fall ist der Nettoeffekt geringer.

Eurodollarkredite können auch auf Einlagen offizieller Stellen bei Eurobanken zurückzuführen sein. Übertragen diese Stellen ihre Einlagen bei amerikanischen Banken an Eurobanken oder verkaufen sie amerikanische Geldmarktpapiere, ergibt sich kein neuer Gesichtspunkt. Verkaufen sie jedoch nicht-marktfähige Staatspapiere, die ihnen die Treasury für ihre Dollarreserven angeboten hat, führen diese Verkäufe zu einer Einschränkung der Guthaben der Treasury bei der Fed, wodurch dem amerikanischen Bankensystem neue Reserven zur Verfügung stehen. Dies führt tendenziell zu einem Anstieg der Reserven und der Kreditschöpfung und - ceteris paribus - zu einem Sinken der Zinsraten. Die Fed kann zusätzliche Wertpapiere an den amerikanischen Geldmärkten verkaufen, um dem Einfluß auf die Reserven und die Zinsraten entgegenzuwirken.

1) Vgl. Mayer, a.a.O., S.27.

Während die Guthaben nichtamerikanischer Zentralbanken größtenteils als amerikanische Staatspapiere gehalten werden¹⁾, können auch Verkäufe anderer Wertpapiere über private und offizielle Stellen stattfinden. Stammen beispielsweise die Eurodollars aus Verkäufen amerikanischer Aktien, so sinken die Kurse. Dies entspricht einem Anstieg der Zinsen. Werden weniger neuausgegebene Aktien nachgefragt, da der Eurodollarmarkt eine alternative Anlageform darstellt, müssen die betroffenen Firmen ihre Bankkredite erhöhen oder ihre Ausgaben einschränken. Die zusätzliche Verschuldung führt tendenziell zu einer Erhöhung der Zinsrate.

Die Zinsraten in den Vereinigten Staaten werden durch die Eurodollarkredite der amerikanischen Banken in einer Weise beeinflusst, die im Gegensatz zu den geldpolitischen Zielen der Fed stehen kann. Die Senkung der Zinsraten wird eingeschränkt, wenn amerikanische Wertpapiere verkauft und am Eurodollarmarkt angelegt werden. Insgesamt führen die Eurodollarkredite amerikanischer Banken tendenziell zu einer Einschränkung des amerikanischen Zinsanstiegs. Dies muß die Fed bei ihren geldpolitischen Maßnahmen berücksichtigen.

1) Vgl. Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity...", a.a.O., S.79.

3. Der Interbankenwettbewerb und die gleichmäßige Durchsetzung restriktiver geldpolitischer Maßnahmen

In diesem Abschnitt soll untersucht werden, welche Probleme sich durch den Zugang zum Eurodollarmarkt einiger großer amerikanischer Banken für den gleichmäßigen Einfluß der Geldpolitik auf die verschiedenen Banken und auf die Verteilung der Liquiditätsreserven unter den Banken ergeben. Nach Brimmer ermöglicht der Zugang zum Eurodollarmarkt es einigen wenigen großen Banken, ihre Kreditvergabemöglichkeiten aufrechtzuerhalten. Daher ist die Fed gezwungen, stärkere restriktive geldpolitische Maßnahmen durchzuführen, um ein gegebenes Ziel ihrer Geldpolitik zu erreichen, als dies ohne die Existenz des Eurodollarmarktes der Fall wäre. Die Banken ohne Zugang zum Eurodollarmarkt werden unverhältnismäßig stark getroffen, da diese Banken - im Gegensatz zu den großen Banken - nicht in der Lage sind, den Einflüssen einer restriktiven Geldpolitik durch eine Refinanzierung am Eurodollarmarkt auszuweichen¹⁾.

Tatsächlich erhöhten die großen Banken in den Jahren 1966 und 1969 ihre Industriekredite absolut und prozentual, im Gegensatz zu den Regionalbanken²⁾. Dabei mußten die großen Banken in diesen Zeiten den Markt für "Federal-Funds" weniger in Anspruch nehmen³⁾.

Nach Klopstock führt der Zugang der großen amerikanischen Banken zum Eurodollarmarkt tendenziell dazu, daß sich die Dollarreserven der nichtamerikanischen Zentralbanken bei diesen Banken konzentrieren. Ohne den Eurodollarmarkt würden diese Zentralbanken ihre Dollarbeträge in amerikanische Geldmarktpapiere anlegen.

1) Vgl. Brimmer, Euro-Dollar Flows ..., a.a.O., S.4.

2) Vgl. Andrew F. Brimmer, "Multi-National Banks and the Management of Monetary Policy in the United States", Journal of Finance 28, Nr.2 (Juni 1973), S.451.

3) Vgl. Brimmer, Euro-Dollar Flows..., a.a.O., S.8 und S.10-15.

Die daraus resultierenden Liquiditätsreserven würden sich innerhalb des amerikanischen Bankensystems gleichmäßiger verteilen, als dies bei einer Refinanzierung am Eurodollarmarkt durch einige wenige Banken der Fall ist. Da die Zentralbanken ihre Dollarreserven teilweise am Eurodollarmarkt anlegen, können diese Mittel nur von den amerikanischen Banken ausgeliehen werden, die Zugang zu diesem Markt haben. Dies führt zu einer Konzentration dieser Mittel bei diesen Banken¹⁾.

Auf die Thesen von Brimmer und Klopstock soll näher eingegangen werden. Klopstock schreibt selbst, daß die nicht-amerikanischen Zentralbanken vor der Entwicklung des Eurodollarmarktes einen Teil ihrer Dollarbestände als Terminguthaben bei den großen amerikanischen Banken anlegten, die nun Zugang zum Eurodollarmarkt haben. Daher wurde ein Teil der Mittel, der den amerikanischen Banken durch ihre ausländischen Zweigstellen zufließt, früher direkt bei den gleichen Banken als Terminguthaben angelegt²⁾.

Weiter kauften die ausländischen Zentralbanken - bevor sie den Eurodollarmarkt in ihre Portfolioentscheidungen miteinbezogen - mehr Geldmarktpapiere in New York, die dort von den großen Banken angeboten wurden. Daher verfügten die großen amerikanischen Banken auch ohne Eurodollarkredite über den überwiegenden Teil der Dollarbestände nichtamerikanischer Institutionen³⁾. Es ist schwer zu sagen, ob die Dollarreserven ausländischer Zentralbanken ohne die Existenz des Eurodollarmarktes im amerikanischen Bankensystem weiter gestreut wären. Es kann nur festgestellt werden, daß sich diese Dollarreserven auch vor der Entwicklung des Eurodollarmarktes auf wenige Banken konzentrierten. Daher dürfte die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt dieses Problem nicht wesentlich verschärft haben.

1) Vgl. Klopstock, "Euro-Dollars in the Liquidity...", a.a.O., S. 79-80.

2) Vgl. ibid., S. 80.

3) Vgl. ibid., S. 79.

Zur These Brimmers kann eingewandt werden, daß die Eurodollarkredite großer Banken in Wirklichkeit nur eine Umschichtung der Reserven zwischen den Großbanken selbst bedeuten. Die Dollarguthaben der Eurobanken werden in erster Linie bei den großen amerikanischen Banken gehalten, die im internationalen Maßstab operieren. Wenn eine dieser Banken einen Eurodollarkredit aufnimmt, so erhält sie in der Regel eine Forderung an eine andere große amerikanische Bank. Diese Bank kann sich wiederum vor einem Reserveverlust schützen, indem sie sich selbst auf dem Eurodollarmarkt verschuldet.

Vergleichbar ist dies mit dem Wettbewerb großer Konzerne. Beginnt eine Firma einen offensiven Wettbewerb, so müssen die anderen Mitbewerber darauf reagieren, um ihren Marktanteil zu verteidigen. Sie reagieren nicht in der Erwartung, ihren Marktanteil auszudehnen, sondern aus Furcht, ihn zu verlieren. Übertragen auf den Wettbewerb zwischen den großen amerikanischen Banken bedeutet dies, daß eine Bank, die sich am Eurodollarmarkt verschuldet, andere Banken zwingt, sich ebenfalls zu verschulden, um sich vor einem Verlust ihrer Liquiditätsreserven zu schützen.

Da die Dollarguthaben, die die Reserven für den Eurodollarmarkt darstellen, in erster Linie bei den großen Banken in den Vereinigten Staaten gehalten werden, erhält eine amerikanische Bank, die diese Reserven ausleiht, in der Regel keine Forderung an eine kleinere Bank, sondern eine Forderung an eine andere große Bank in den Vereinigten Staaten. Ist dies der Fall, so entstehen durch die Eurodollarkredite keine diskriminierenden Effekte, sondern lediglich eine Umschichtung der Reserven unter den Großbanken¹⁾.

Ein Wettbewerbsvorteil entsteht für die großen Banken aber darin, daß sie durch die Eurodollarkredite nicht nur Reserven erhalten, sondern auch ihr Kreditvolumen ausdehnen können. Die Eurodollarkredite wurden bis September 1969 bei der Be-

1) Vgl. Little, a.a.O., S. 28-30.

rechnung der Mindestreserven von den Sichtguthaben abgezogen. Dadurch konnte die Kreditvergabe durch die Refinanzierung am Eurodollarmarkt insgesamt ausgedehnt werden, obgleich die gesamten Reserven und Einlagen des amerikanischen Bankensystems konstant blieben.

Dies könnte eine Erklärung dafür sein, warum die Zahl der ausländischen Zweigstellen von Banken außerhalb der großen Finanzzentren (New York, Chicago und San Francisco) in diesen Jahren zunahm. Die Gründung dieser Zweigstellen könnte darauf zurückzuführen sein, daß die Reserveverluste der Banken ein so großes Ausmaß erreicht hatten, daß sie Zweigstellen in europäischen Ländern gründen mußten¹⁾ Hätten diese Banken nicht die Auswirkungen der Refinanzierung anderer Banken am Eurodollarmarkt gespürt, wäre ein Zwang für sie, kostspielige ausländische Zweigstellen zu unterhalten, unter Umständen nicht vorhanden gewesen. Allerdings dürften dies nicht die einzigen Gründe gewesen sein.

Zwar wurden viele Niederlassungen ursprünglich für die Refinanzierung am Eurodollarmarkt der Zentralen gegründet; es besteht aber auch eine Notwendigkeit für die großen Banken, sich an dem wachsenden internationalen Kreditgeschäft zu beteiligen, damit sie in ihrem Inlandsgeschäft nicht Kunden an Banken verlieren, die ihre Dienste weltweit anbieten können. Diese Banken verschaffen sich einen zusätzlichen Finanzierungsspielraum im Inland - auch ohne Eurodollarkredite -, indem sie einen Teil der Auslandsaktivitäten (z.B. Kredite für den Außenhandel, Auslandsinvestitionen u.a.), den sie sonst mit inländischen Mitteln finanziert hätten, über ihre ausländische Niederlassung finanzieren lassen. Damit stehen ihnen zusätzliche Liquiditätsreserven für das Inlandsgeschäft zur Verfügung. So können sich die Großbanken auch ohne eine direkte Refinanzierung am Eurodollarmarkt den Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik teilweise entziehen.

1) Vgl. Williams, a.a.O., S.11.

Die internationale Expansion der Großbanken führt zu einer Verschärfung des Wettbewerbs innerhalb des amerikanischen Bankensystems, da sich die Position der Großbanken durch zusätzliche Gewinne im Rahmen des Auslandsgeschäftes verbessert. Je größer der Wettbewerb innerhalb des amerikanischen Bankensystems ist, desto mehr müssen auch die Regionalbanken die Möglichkeiten eines internationalen Engagements überprüfen, um ihre Wachstumschancen und ihre Ertragskraft durch internationale Kreditgeschäfte verbessern zu können.

Das Auslandsgeschäft wiederum erfordert eine bestimmte Größe und ist mit gewissen Risiken verbunden, so daß sich nur die großen Banken langfristig und mit Erfolg am Eurodollarmarkt engagieren können. Diese Banken können bei einer restriktiven Geldpolitik ihre Auslandsgeschäfte intensivieren, während die Regionalbanken den Einschränkungen ihrer Geschäftstätigkeiten nicht entgehen können. Dadurch kann eine restriktive Geldpolitik die Wettbewerbsposition der Banken stärken, die sich durch ihre Auslandsgeschäfte einer Einschränkung ihrer Geschäftstätigkeit zum Teil entziehen können¹⁾. Die wettbewerbspolitischen Probleme des Eurodollarmarktes für das amerikanische Bankensystem sind daher weniger durch die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt gegeben, sondern entstehen durch die Geschäftstätigkeiten der Banken am Eurodollarmarkt selbst.

1) Vgl. Junne, a.a.O., S.150-161.

Geldpolitische Maßnahmen sollen die einzelne Bank nicht allzu ungleich treffen, und so schnell wie möglich in der gesamten Volkswirtschaft wirksam werden.

Die Auswirkungen einer restriktiven Geldpolitik berühren - wie viele Untersuchungen zeigen - die großen Geschäftsbanken zuerst¹⁾. Da die Offen-Markt-Politik in New York stattfindet, spüren die großen Banken zuerst die Reservebeschränkungen. Die Refinanzierung am Eurodollarmarkt könnte als Versuch der Banken angesehen werden, diese besonderen Auswirkungen der Offen-Markt-Politik abzuschwächen.

Eurodollars können auch die Absicht der Fed unterstützen, eine Einschränkung der Liquiditätsreserven möglichst schnell und gleichmäßig zu erreichen. Während eine einzelne Bank in der Regel über die Verwendung ihrer freien Reserven selbst entscheiden kann - ob sie z.B. ihre freien Reserven am Geldmarkt anbietet - muß sie einem Reservenverlust zustimmen, wenn andere Banken Eurodollarkredite bei Eurobanken aufnehmen, die Sichtguthaben bei dieser Bank halten. Dadurch könnte die Einschränkung der Liquiditätsreserven im Rahmen einer restriktiven Geldpolitik innerhalb des gesamten Bankensystems schneller und gleichmäßiger erfolgen.

1) Vgl. Tilford Gaines, "Financial Innovations and the Efficiency of Federal Reserve Policy", hg. George Horwich, Monetary Process and Policy: A Symposium, Purdue University Monograph Series (Homewood, Illinois: Richard Irwin, 1967), S. 99-118; Scott, a.a.O., S. 269-284; Roy Ruffin, "An Econometric Model of the Impact of Open Market Operations on Various Bank Classes", Journal of Finance, Nr. 3, 23 (September 1968), S. 625-637; Warren Smith, "The Instruments of General Monetary Control", National Banking Review, Nr. 3 (September 1963), S. 47-76; Sam Peltzman, "The Banking Structure and the Transmission of Monetary Policy", Journal of Finance, 24, Nr. 2 (Juni 1969), S. 387-411.

4. Die Währungs- und Zahlungsbilanzpolitik der Vereinigten Staaten

a. Analyse der Markttransaktionen

Die Auswirkungen der Transaktionen am Eurodollarmarkt berühren die amerikanische Zahlungsbilanz unterschiedlich¹⁾. Dies hängt davon ab, ob die U.S.-Liquiditätsbilanz oder die U.S.-Bilanz der zentralen Reservetransaktionen betrachtet wird²⁾. Darüber hinaus ist die Herkunft der Eurodollars und ihre Verwendung von Bedeutung.

Für eine Analyse der Wirkungen soll unterschieden werden, ob sich die Dollarguthaben, die den Eurobanken übertragen werden, im Besitz von Nichtamerikanern (Fall 1) oder von Amerikanern (Fall 2) befinden. Im ersten Fall wird weder die Liquiditätsbilanz noch die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen berührt, da sich die Dollarguthaben weiterhin im Besitz von Nichtamerikanern befinden. Im zweiten Fall findet eine Kapitalausfuhr statt und die Liquiditätsbilanz verschlechtert sich. Die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen bleibt dagegen unberührt, da weder die amerikanischen Währungsbehörden noch eine nichtamerikanische Zentralbank von diesen Transaktionen berührt wird.

- 1) Eine Reihe von Publikationen beschäftigen sich mit dieser Problematik. Vgl. Lutz, a.a.O., S. 211-213; Wolfgang Schafer, "Misconceptions: The Eurodollar market and the US balance of payments", Euromoney, 2, Nr. 3 (März 1970), S. 42-43; Andrew F. Brimmer, "Eurodollars and the U.S. balance of payment", Euromoney, 1, Nr. 12 (Dezember 1969), S. 13-22; Roy Harrod, "The Eurodollar market and the balance of payments", Euromoney, 1, Nr. 10 (Oktober 1969), S. 16-19; Raymond F. Mikesell, "The Eurodollar Market and the US International Accounts", Euromoney, 2, Nr. 1 (Januar 1970), S. 44f; Brandes, a.a.O., S. 333-345.
- 2) Nach amerikanischem Gebrauch wird unterschieden "...zwischen der Zahlungsbilanz auf der Liquiditätsbasis, nach der das Defizit gemessen wird durch den Verlust an Währungsreserven plus der Zunahme der kurzfristigen Verschuldung an das Ausland, und der Zahlungsbilanz auf der 'official settlement'-basis ..., nach der das Defizit mit dem Verlust an Währungsreserven plus der Zunahme der kurzfristigen Verschuldung nur an ausländische Währungsbehörden identisch ist." Lutz, a.a.O., S. 211.

Gewährt eine Eurobank einen Eurodollarkredit an einen Nichtamerikaner, der diesen Kredit für Exporte aus den Vereinigten Staaten verwendet, so verbessert sich im Fall 1 die Liquiditätsbilanz, während sie im Fall 2 unverändert bleibt. Die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen bleibt in beiden Fällen unverändert.

Bei der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt verändert sich im Fall 1 weder die Liquiditätsbilanz noch die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen, da eine Kapitalausfuhr und eine Kapitaleinfuhr stattfindet. Im Fall 2 verschlechtert sich die Liquiditätsbilanz. Nimmt eine amerikanische Nicht-Bank einen Eurodollarkredit auf, so ergeben sich die gleichen Auswirkungen auf die Liquiditätsbilanz und die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen, wie bei den amerikanischen Banken, wenn die Mittel in den Vereinigten Staaten verwendet werden. Dies bedeutet, daß nur der Export von U.S.-Mitteln auf den Eurodollarmarkt die Liquiditätsbilanz verschlechtert, während die Bilanz der zentralen Reservetransaktionen nicht berührt wird.

Stammen die Einlagen bei den Eurobanken von nichtamerikanischen Zentralbanken oder findet eine Übertragung von Guthaben außerhalb der Vereinigten Staaten auf den Eurodollarmarkt statt, führt dies zu einer Verringerung der Dollarreserven nicht-amerikanischer Zentralbanken. Dadurch verbessert sich die Zahlungsbilanz der zentralen Reservetransaktionen, da die amerikanische Verschuldung bei ausländischen Währungsbehörden abnimmt. Die Liquiditätsbilanz bleibt unverändert. Es lassen sich somit keine allgemeingültigen Aussagen über die Wirkungen der Eurodollartransaktionen auf die amerikanische Zahlungsbilanz machen.

Direkt wird der Wechselkurs des Dollars nur berührt, wenn Währungen in Dollars umgetauscht und bei Eurobanken angelegt werden, oder wenn Eurodollarkredite in andere Währungen umgetauscht werden. Die Refinanzierung amerikanischer Banken verändert den Wechselkurs des Dollars, wenn die Eurobanken Dollars

auf den Devisenmärkten erwerben. Dies führt ceteris paribus zu einem Anstieg des Dollarkurses. Werden CD's abgezogen und bei den Eurobanken angelegt, führt die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt zum Ausgleich dieses Liquiditätsverlustes zu keiner Änderung des Wechselkurses, während sich die Liquiditätsbilanz verschlechtert. Indirekt können sich Rückwirkungen z.B. über zusätzliche Kredite oder Zinsveränderungen auf den Wechselkurs ergeben.

b. Die Refinanzierung der amerikanischen Banken

Als sich die amerikanischen Banken 1966 und 1969 verstärkt am Eurodollarmarkt refinanzierten, stieg durch die erhöhte Nachfrage die Zinsrate am Eurodollarmarkt. Dies führte zu einer Umschichtung von den Devisenmärkten und den Dollarreserven der Währungsbehörden zum Eurodollarmarkt. Dadurch verbesserte sich die amerikanische Zahlungsbilanz der zentralen Reservetransaktionen¹⁾.

Vergleicht man die Zahlungsbilanzdefizite der Vereinigten Staaten in den Jahren 1965 und 1966, die ungefähr gleich hoch waren (1,35 Mrd.Dollar bzw. 1,37 Mrd.Dollar), zeigt sich, daß die Finanzierung dieser Defizite in den beiden Jahren verschieden war. 1965 wurde die negative Zahlungsbilanz durch eine Verringerung der offiziellen Währungsreserven um 1,205 Mrd.Dollar und eine Erhöhung der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken um 130 Mill.Dollar ausgeglichen.

1) Vgl. Schäfer, Der Euro-Dollarmarkt, a.a.O., S.76-82;
Fred H.Klopstock, "The wiring of the Eurodollar market",
Euromoney, 2, Nr.8 (August 1970), S.19.

1966 verbesserten sich trotz des Zahlungsbilanzdefizits die offiziellen Währungsreserven. Die Verringerung der offiziellen Auslandsverbindlichkeiten wurde durch eine Zunahme der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken finanziert. Die Zunahme der Geschäftsbankenverbindlichkeiten ging in erster Linie auf Eurodollarkredite amerikanischer Banken zurück, wobei ein großer Teil dieser Mittel aus offiziellen Quellen stammte¹⁾. Die Dollars aus offiziellen Währungsbeständen wurden von verschiedenen Zentralbanken entweder direkt am Eurodollarmarkt angelegt oder beruhten auf der Interventionspflicht der Zentralbanken, die im Rahmen des Systems fester Wechselkurse zum Verkauf ihrer Dollarreserven verpflichtet waren.

Für 1969 veröffentlichte die BIZ über die Zahlungsbilanzwirkungen der Eurodollarströme folgendes Schaubild²⁾:

Tab.8: Zahlungsbilanzwirkungen der Eurodollarströme 1969

Herkunft der durch US-Banken aufgenommenen Mittel (Milliarden US-Dollar)	Wirkung auf den Saldo der		
	US-Liquiditätsbilanz	US-Bilanz der zentralen Reservetransaktionen	Bilanz der zentralen Reservetransaktionen der übrigen Welt
1) Export von US-Mitteln auf den Eurodollarmarkt	- 2,0	-	-
2) Übertragung ausländischer privater Guthaben von den USA auf den Eurodollarmarkt	-	-	-
3) Übertragung ausländischer amtlicher Guthaben von den USA auf den Eurodollarmarkt	-	1,5	-
4) Übertragung von Guthaben außerhalb den Vereinigten Staaten auf den Eurodollarmarkt	-	3,5	- 3,5
Insgesamt	- 2,0	5,0	- 3,5

1) Vgl. Brandes, a.a.O., S.342.

2) BIZ, 40. Jahresbericht 1969/1970, S.160.

Der Export von U.S.-Mitteln auf den Eurodollarmarkt und die Refinanzierung der amerikanischen Banken führte zu einer Zunahme des Defizits der Liquiditätsbilanz um 2 Mrd. Dollar, während die Übertragung ausländischer amtlicher Guthaben eine Erhöhung der Zahlungsbilanz auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen um 1,5 Mrd. Dollar stattfand. "Im Falle 1 (dem Export von U.S.-Mitteln, d. Verf.) war somit das Wachstum des Eurodollarmarktes einer der Gründe für das Defizit der US-Zahlungsbilanz auf Liquiditätsbasis, während es im Falle 3 (der Übertragung ausländischer amtlicher Guthaben, d. Verf.) teilweise eine Folge des Defizits war; denn wäre es nicht vorhanden, dann hätten die ausländischen amtlichen Stellen etwas weniger Reserven zum Transfers auf den Eurodollarmarkt zur Verfügung gehabt."¹⁾ Bei der Übertragung ausländischer privater Guthaben bestand keine kausale Beziehung zur amerikanischen Zahlungsbilanz.

Nur bei der Übertragung von Guthaben außerhalb den Vereinigten Staaten fand ein Kapitalimport in die Vereinigten Staaten statt.

"Als Rest berechnet, belief sich dieser Kapitalzufluß in die Vereinigten Staaten auf etwa 3,5 Milliarden Dollar (d.h. 7,5 minus 4 Milliarden Dollar). Es kann wahrscheinlich vor allem hier eine starke kausale Verbindung von dem Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz auf Liquiditätsbasis zum Wachstum des Marktes hergestellt werden; denn ohne ein solches Defizit hätten sich die anderen Länder möglicherweise nicht imstande gefühlt, sich den Reserveaufwand von 3,5 Milliarden Dollar zu leisten, den der Eurodollarzustrom in die Vereinigten Staaten mit sich brachte. Dieser Kapitalzufluß von 3,5 Milliarden Dollar verringerte nicht das Defizit der amerikanischen Liquiditätsbilanz, da er 'unter dem Strich' erfaßt wurde, führte aber selbstverständlich zu einer entsprechenden Verbesserung der US-Zahlungsbilanz auf der Basis der zentralen Reservetransaktionen." ²⁾

Die Refinanzierung amerikanischer Banken unterstützte daher die Ziele der amerikanischen Zahlungsbilanzpolitik in diesen Jahren und hatte eine Verbesserung der U.S.-Bilanz der zentralen Reservetransaktionen zur Folge. Dieser Kapitalimport ist unter

1) BIZ, 40. Jahresbericht, a.a.O., S. 160f.

2) Ibid., S. 161.

anderem auf die hohen Zinsraten in den USA zurückzuführen. Hohe Zinsraten sind auch im Rahmen einer restriktiven Geldpolitik erwünscht. Dadurch soll die Hochkonjunktur gedämpft werden, die das Zahlungsbilanzdefizit vergrößert, wenn die Importquote steigt.

Daher tragen hohe Zinsraten nicht nur zur Dämpfung der Nachfrage nach Krediten, sondern auch zu verstärkten Kapitalimporten bei, die die Zahlungsbilanz verbessern. In diesem Fall können zwei wirtschaftspolitische Ziele durch dieselbe geldpolitische Maßnahme erreicht werden¹⁾.

Da Eurodollarkredite amerikanischer Banken im allgemeinen als Antwort auf restriktive geldpolitische Maßnahmen zu sehen sind, können sie den amerikanische Zahlungsbilanzausgleich unterstützen. Die positiven Auswirkungen werden eingeschränkt, wenn Eurodollarkredite eine zusätzliche Kreditvergabe möglich machen und die Nachfrage verstärken. Dies führt zu einer erhöhten Importquote und beeinflusst die Zahlungsbilanz negativ.

Zusätzlich führen Eurodollarkredite amerikanischer Banken aber auch zu einem Anstieg der Zinsrate am Eurodollarmarkt. Dadurch werden Geldanlagen am Eurodollarmarkt im Vergleich zu Geldanlagen in den Vereinigten Staaten attraktiver. Ein Anstieg der Kapitalexporte ist die Folge. Für die Fed ist es schwieriger, ausländische Dollarbestände durch entsprechende Wertpapiere zu erwerben und im Rahmen ihrer restriktiven Geldpolitik stillzulegen. Eine hohe Zinsrate als zahlungsbilanzpolitisches Zwischenziel wird durch die Reaktion der Zinsrate am Eurodollarmarkt in ihrer Wirkung eingeschränkt. Dennoch fand 1969 ein Kapitalimport durch die Refinanzierung amerikanischer Banken statt, der den Zielen der amerikanischen Zahlungsbilanzpolitik entsprach. Im Hinblick auf die Währungspolitik dürfte die

1) Vgl. zu diesem Problembereich Robert Mundell, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", International Monetary Fund Staff Papers, 9, Nr.1 (1962), S.70-79. Eine kritische Würdigung findet sich bei Leland Yeager, International Monetary Relations (New York: Harper and Row, 1966), S.109-110.

Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt die Notwendigkeit für die Fed vermindert haben, am Devisenmarkt zu intervenieren, um den Wert des Dollars zu erhalten¹⁾.

Die Refinanzierung amerikanischer Banken führte aber auch zu einer Ausdehnung des Kreditvolumens und zu einer eingeschränkten Wirkung der restriktiven geldpolitischen Maßnahmen. Die Auswirkungen der Refinanzierung am Eurodollarmarkt auf die Zahlungsbilanz wurden durch die Hochkonjunktur und die daraus folgende höhere Importquote wieder eingeschränkt. Die Wirkungen der Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt auf die amerikanische Zahlungsbilanz sind daher geringer als ein direkter Kapitalimport durch offizielle Stellen, die die Dollarbeträge stilllegen können.

c. Die Rückzahlungen der Eurodollarkredite

Als die amerikanischen Banken in größerem Umfang ihre Eurodollarkredite reduzierten, ging das Zinsniveau am Eurodollarmarkt zurück und führte zu einem verstärkten Abzug der Dollareinlagen, die wieder an den Devisenmärkten angeboten wurden. Die ausländischen Zentralbanken mußten diese Dollarbeträge aufkaufen, um den Wechselkurs aufrechtzuhalten. Dies verschlechterte die Zahlungsbilanz der zentralen Reservetransaktionen.

Die Rückzahlung der Eurodollarkredite fand statt, als die Fed versuchte, durch expansive geldpolitische Maßnahmen - wie niedrige Zinsraten und zusätzliche Liquiditätsreserven - die wirtschaftliche Entwicklung zu fördern. Niedrige Zinsen im Inland führen zu erhöhten Kapitalexporten. Daher ver-

1) Vgl. Charles Coombs, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", Federal Reserve Bulletin, 47-56, Nr. 3 und 9 (März und September 1962-1970), verschiedene Seiten; der die Stützungsmaßnahmen der Fed der Treasury und der nichtamerikanischen Zentralbankbanken detailliert beschreibt; vgl. auch Kvasnicka, a.a.O., S. 17-18, der die Auswirkungen des Eurodollarmarktes auf die Wechselkurse aufzeigt.

schlechterte sich auch die Liquiditätsbilanz als Folge des niedrigen Zinsniveaus in den Vereinigten Staaten¹⁾.

Die Eurodollarkredite amerikanischer Banken führten zu einer kurzfristigen Stärkung des Dollars innerhalb des internationalen Währungssystems und verhinderten eine größere Inanspruchnahme der Goldreserven der amerikanischen Währungsbehörden. Dadurch waren die Vereinigten Staaten in der Lage, den Status quo des Dollars gegenüber dem internationalen Währungssystem und dem Goldwert kurzfristig aufrechtzuhalten²⁾.

Jedoch wurden die zahlungsbilanzpolitischen Schwierigkeiten nur zeitlich verschoben. Sie traten durch die Rückzahlung der Eurodollarkredite verstärkt zutage und führten dazu, daß im August 1971 die Goldkonvertibilität des Dollars aufgehoben werden mußte. Daraus entstanden für die nichtamerikanischen Zentralbanken erhebliche Probleme, die zuerst zu einer Abwertung des Dollars und dann zu einer Aufhebung des Systems der festen Wechselkurse führten. Obgleich die Schwäche des Dollars nicht ausschließlich auf die Rückzahlung der Eurodollarkredite amerikanischer Banken zurückzuführen ist, verstärkt diese Rückzahlung die Probleme der amerikanischen Währungs- und Zahlungsbilanzpolitik erheblich.

- d. Die Verringerung der Mindestreserven für die Eurodollar-kreditaufnahme amerikanischer Banken als währungspolitische Maßnahme

Im Rahmen verschiedener Maßnahmen der Fed, den Kurswert des Dollars zu stützen, wurde am 28. August 1978 der Mindestreserve-

1) Vgl. Schäfer, Der Euro-Dollarmarkt, a.a.O., S. 75. Schäfer berücksichtigt in seinen Ausführungen nicht, daß Rückzahlungen amerikanischer Banken auch zu erhöhten Dollardevisen nichtamerikanischer Zentralbanken führen, wodurch die Zahlungsbilanz der zentralen Reservetransaktionen berührt wird.

2) Vgl. Williams, a.a.O., S. 46-48.

satz für die Eurodollarkreditaufnahme amerikanischer Banken von 4% auf 0% gesenkt. Dies sollte zu einer steigenden Nachfrage nach Dollars auf den internationalen Devisenmärkten führen und den Kurswert des Dollars erhöhen¹⁾.

Die Eurodollarkreditnahme amerikanischer Banken führt zu Verbindlichkeiten bei Nichtamerikanern und verbessert - ceteris paribus - die Liquiditätsbilanz (wenn die Herkunft der Mittel nicht berücksichtigt wird). Es kann zu einer steigenden Nachfrage nach Dollars und damit zu einem Anstieg des Dollarkurses kommen. Diese Vorstellung hatte die Fed, als sie den Mindestreservesatz für Eurodollars senkte.

Die Beziehungen zwischen der Liquiditätsbilanz und dem Kurs des Dollars sind jedoch komplizierter. Die Eurodollarkreditnahme muß nicht zu einer steigenden Nachfrage nach Dollars an den Devisenmärkten führen. Nehmen die amerikanischen Banken Kredite bei Eurobanken auf, so führt dies nicht zu einer Nachfrage der Eurobanken nach Dollars, wenn diese über Dollars schon vorher verfügen können. Die Liquiditätsbilanz verbessert sich, ohne daß eine zusätzliche Nachfrage nach Dollars auf den Devisenmärkten stattfindet. Dennoch können Eurodollarkredite indirekt zu einem Anstieg der Nachfrage nach Dollars führen, wenn Umschichtungen von anderen Währungen in Dollars vorgenommen werden, die durch die steigende Nachfrage nach Eurodollars und dem Zinsanstieg am Eurodollarmarkt induziert werden.

Die steigende Zinsrate am Eurodollarmarkt führt aber in erster Linie zu Substitutionen zwischen verschiedenen Dollaranlagen. Werden amerikanische CD's und Wertpapiere in Eurodollarterminguthaben umgeschichtet, hat dies keinen Einfluß auf den Wechselkurs des Dollars.

1) Siehe oben S.97f.

Die Verringerung des Mindestreservesatzes führt nicht nur zu Umschichtungen von Aktiva, sondern betrifft auch die Portfolioentscheidungen der amerikanischen Banken bezüglich ihrer Passiva. Diese Entscheidungen werden durch die verschiedenen Mindestreservesätze und die Zinsraten ihrer Einlagen bestimmt.

Werden für die Eurodollarkreditnahme keine Mindestreserven verlangt, steigen die komparativen Kosten alternativer Verbindlichkeiten der Banken. Von besonderer Bedeutung sind dabei die Substitutionsbeziehungen zwischen Eurodollars und CD's. In dem Ausmaß, wie die Banken ihre CD's durch Eurodollarkredite ersetzen, hat die Refinanzierung amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt keine Auswirkungen auf den Kurswert des Dollars. Die Liquiditätsbilanz verschlechtert sich aber in Höhe dieser Umschichtung.

Wie gezeigt wurde¹⁾, hatte die Aufhebung der Mindestreserven für Eurodollarkredite und die Erhöhung der Mindestreserven für CD's Umschichtungen von CD's zu Eurodollars und eine zusätzliche Ausdehnung der Geldmenge zur Folge. Dies führte tendenziell zu einer erhöhten Inflationsrate. Eine hohe Inflation kann die Ursache für verminderte Exporte und einer sinkenden Nachfrage nach Dollars auf den Devisenmärkten sein. Daraus resultiert ein sinkender Kurs des Dollars. Bei Berücksichtigung der wirtschaftlichen Zusammenhänge kann die Absicht der Fed, durch eine Verringerung des Mindestreservesatzes für Eurodollarkredite, den Kurswert des Dollars zu stützen, als verfehlt angesehen werden. Auch die negativen Auswirkungen auf die Liquiditätsbilanz konnten nicht der Absicht der Fed entsprechen.

1) Siehe oben, S. 119f.

V. ZUSAMMENFASSUNG

In der Arbeit wurde gezeigt, daß bei den geldpolitischen Rahmenbedingungen der Jahre 1965 bis 1969 und 1979 die Refinanzierung amerikanischer Banken die Bankenliquidität, die Geldmenge, das Zinsniveau und den Wechselkurs des Dollars in einer Weise beeinflussten, die nicht immer im Einklang mit den geldpolitischen Absichten der Fed stand. Die Auswirkungen der Refinanzierung auf die Wettbewerbssituation der Banken und auf die Währungs- und Zahlungsbilanzpolitik können teilweise den Absichten der Fed entsprochen haben.

Im Endergebnis wurde die Fed wahrscheinlich jedoch zu einem stärkeren Einsatz ihrer geldpolitischen Mittel gezwungen, als dies ohne Eurodollarkredite der Fall gewesen wäre. Darüber hinaus beeinflussten die Eurodollarkredite amerikanischer Banken auch die Einschätzung geldpolitischer Maßnahmen der Fed. Dies bedeutet, daß die Fed nicht nur zu einem größeren Ausmaß ihrer restriktiven Geldpolitik zur Erreichung eines gegebenen Zieles gezwungen war, sondern auch, daß die Bewertung der Ergebnisse der Geldpolitik schwieriger geworden ist.

Die amerikanischen Banken sind durch eine Refinanzierung am Eurodollarmarkt in der Lage, ihr Kreditvolumen auszudehnen, wenn der Mindestreservesatz für Verbindlichkeiten bei ausländischen Niederlassungen kleiner ist als der entsprechende Satz für Termin- oder Sichteinlagen. Die Fed ist durch die Festlegung der Mindestreservesätze in der Lage, zusätzliche Bankenliquidität durch die Refinanzierung am Eurodollarmarkt zu verhindern. Sind die Mindestreservesätze für Eurodollarkredite so hoch wie die Sätze für Sichteinlagen, so kann das Kreditvolumen nicht ausgedehnt werden - die Umschichtungen von CD's zu Eurodollareinlagen würden darüber hinaus zu einer Verringerung des Kreditvolumens führen.

Die Veränderungen der Geldmenge M_1 , M_1A und M_1B zeigen die Auswirkungen der Refinanzierung am Eurodollarmarkt nur teilweise. Umschichtungen von CD's in Eurodollareinlagen bei anschließender Weitergabe als Eurodollarkredit an amerikanische Banken führen zu einem Anstieg der Geldmenge, obgleich der Anstieg der Bankenliquidität geringer ist als bei entsprechenden Umschichtungen von Sichteinlagen.

Der Zielerreichungsgrad der Währungs- und Zahlungsbilanzpolitik wird durch die Refinanzierung kurzfristig verbessert, während die Rückzahlungen massive Probleme für die amerikanischen Währungsbehörden mit sich bringen. Da die Rückzahlungen im Jahre 1971 zu erheblichen Kapitalexporten führten, können die Eurodollarkredite auch für den Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse mit verantwortlich gemacht werden. Für eine Wechselkurspolitik erweist sich die Förderung der Kreditaufnahme amerikanischer Banken am Eurodollarmarkt als ungeeignet. Die Nachfrage nach Dollars auf den Devisenmärkten wird kaum berührt, während im Endergebnis eine Umschichtung der Passiva amerikanischer Banken zu weiteren geldpolitischen Problemen führt.

Die Wettbewerbssituation zwischen den Banken wird durch die Refinanzierung am Eurodollarmarkt direkt weniger berührt, als dies von einigen Autoren angenommen wird. Indirekt fördert der Eurodollarmarkt aber die Konzentration zwischen den Banken und verringert den Wettbewerb. Da die großen Banken den Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik über eine Refinanzierung am Eurodollarmarkt teilweise entgehen können, findet eine Beschränkung ihrer Marktmacht - wie vor der "Entdeckung" des Eurodollarmarktes - nur noch begrenzt statt. Dadurch können sie die Faktoren besser zur Geltung bringen, die für ihr überdurchschnittliches Wachstum ausschlaggebend waren.

Die Mindestreservesenkung im August 1978 auf 0% zeigt, daß auch die Fed an dem Einfluß des Eurodollarmarktes auf die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik nicht ganz unbeteiligt ist. Ohne Mindestreserven für Verbindlichkeiten bei ausländischen Zweigstellen kann das inländische Kreditvolumen durch zusätzliche Bankenliquidität ausgedehnt werden. Eine Mindestreserve für Eurodollarkredite in Höhe des Mindestreservesatzes für Sichteinlagen verhindert eine Ausdehnung des Kreditvolumens. Wenn aber der Mindestreservesatz für "managed liabilities", die auch die Eurodollarkreditnahme umfaßt, niedriger ist als der Mindestreservesatz für Sichtguthaben, ist eine teilweise Kreditausdehnung möglich. Die Fed kann durch ihre Mindestreservesätze für Eurodollars zum Teil selbst bestimmen, ob die Refinanzierung am Eurodollarmarkt ihre geldpolitischen Zielsetzungen berührt.

Problematisch wird die Refinanzierung aber - auch bei einem ausreichend hohen Mindestreservesatz -, wenn die Eurodollarkredite direkt oder indirekt auf Dollarreserven nichtamerikanischer Zentralbanken zurückzuführen sind, und diese Reserven ursprünglich von den amerikanischen Behörden stillgelegt waren. Die Eurobanken erhalten diese Mittel, indem sie entweder ihre einheimische Währung in Dollars bei ihrer Zentralbank umtauschen oder die Zentralbanken ihre Dollarreserven direkt den Eurobanken zur Verfügung stellen. In diesen Fällen können die Eurodollarkredite Grundlage für eine zusätzliche Geldschöpfung in den Vereinigten Staaten werden.

Bei flexiblen Wechselkursen besteht aber für die Zentralbanken formal keine Umtauschpflicht mehr (praktisch intervenieren sie dennoch am Devisenmarkt), so daß die Eurobanken einheimische Währung in Dollars nur noch in eingeschränktem Umfang umtauschen können, da schon kleine Nachfragesteigerungen zu empfindlichen Wechselkursveränderungen führen. Dies schränkt die Rentabilität eines möglichen Kreditgeschäfts mit amerikanischen Banken für die Eurobanken erheblich ein.

Die europäischen Zentralbanken haben 1971 vereinbart, den Eurodollarmarkt bei ihrer Anlagepolitik nicht mehr zu berücksichtigen. Dennoch stellen die nichteuropäischen Zentralbanken ihre Dollarreserven in erheblichem Umfang dem Eurodollarmarkt zur Verfügung. Eine zusätzliche Geldschöpfung innerhalb des amerikanischen Geldsystems wird möglich, zumal es den amerikanischen Behörden durch die alternative Anlagemöglichkeit des Eurodollarmarktes schwerer fällt, durch entsprechende Ausgabe von Staatspapieren diese Dollarreserven nicht nachfragewirksam werden zu lassen.

LITERATURVERZEICHNIS

- Adel, M. van den, Wandlungen auf dem Eurogeld- und Eurokapitalmarkt, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 29 (1976), S.896-898, 900
- Altman, O., "Euro-dollars: Some Further Comments", International Monetary Fund, Staff Papers 12 (1965), S.1-16
- "Amendment to Regulation D", Federal Reserve Bulletin 55. (August 1969), S.655-656
- "Amendment to Regulation M", Federal Reserve Bulletin 55 (August 1969), S.656-657
- Balbach, A.B./Resler, D.H., "Eurodollars and the U.S. Money Supply", Federal Reserve Bank of St. Louis Review 62 (Juni/Juli 1980), S.2-12
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Das internationale Bankgeschäft - erstes Quartal 1980 (Basel: 29. Juli 1980)
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Das internationale Bankgeschäft - zweites Quartal 1980 (Basel: 19. November 1980)
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Jahresberichte Basel, lft. Jgg. ab 1964
- "Banking and Monetary Developments in the Fourth Quarter of 1970", Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review 53 (Februar 1971), S.32-36
- Barattieri, V., US Monetary Policy, Regulation Q and the Eurodollar Market, Euromoney 2 (Dezember 1970), S.52-55
- Bell, G., "Credit Creation Through Euro-dollars?", The Banker 114 (August 1964), S.494-502
- ders., Euromarkets in 1971, Euromoney 3 (Februar 1971), S.24
- ders., The Euro-dollar Market and the International Financial System, London 1973
- Black, S., "An Econometric Study of Euro-Dollar Borrowing by New York Banks and the Rate of Interest on Euro-Dollars", Journal of Finance 26 (März 1971), S.83-88

- Bloch,E., "Euro-dollars: An Emerging International Money Market", C.J. Devine Institute of Finance, New York University, The Bulletin 39 (April 1966)
- Boesch,G., Der internationale Geldmarkt seit der Wiederherstellung der Konvertibilität der Währungen, Luzern 1969
- Brandes,H., Der Euro-Dollarmarkt. Eine Analyse seiner Entstehungsgründe, seiner Struktur, seiner Marktelemente und seiner einzelwirtschaftlichen und währungspolitischen Bedeutung. Wiesbaden 1968
- Brimmer,A.F., "Eurodollars and the U.S. Balance of Payment", Euromoney 1 (Dezember 1969), S.13-22
- ders., Euro-dollar Flows and the Efficiency of U.S.Monetary Policy. Paper presented to a conference on Wall Street and the Economy '69 at the New School for Social Research, Washington D.C. 1969
- ders., The Euro-dollar Market and the United States Balance of Payments. Paper presented at the London School of Economics, Washington D.C. 1969
- ders., "Multi-National Banks and the Management of Monetary Policy in the United States", Journal of Finance 28 (Juni 1973), S.439-454
- Cairncross,F., "How the BIZ works", Euromoney 2 (März 1970), S.9-13
- "Change in Discount Rate", Federal Reserve Bulletin 56 (Dezember 1970), S.963
- Clendenning,E.W., The Euro-dollar Market, Oxford 1970
- Committee on the Working of the Monetary System, Principal Memoranda of Evidence, 2 (1960)
- Coombs,Ch., "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations", Federal Reserve Bulletin 47-56 (März und September 1962-1970)
- Dewald,W., "Free Reserves, Total Reserves, and Monetary Control", Journal of Political Economy 71 (April 1963), S.141-153
- Dufey,G., The International Money Market. (Prentice-Hall foundations of finance series.) Englewood Cliffs, N.J.,1978

- Einzig, P., "The BIZ and Eurodollars", Euromoney 2 (Juli 1970), S.58-60
- ders., The Euro-dollar System, 4.Aufl., London 1970
- ders., Parallel Money Markets, Band 1: The Markets in London, London 1971
- Ellicott, J., "United States Controls on Foreign Direct Investment: The 1969 Program", Law and Contemporary Problems 34 (1969), S.47-63
- Federal Reserve Bulletin, Washington, D.C., lfd.Jgg.
- Formuzis, P., The Demand for Eurodollars and the Optimum Stock of Bank Liabilities", Journal of Money, Credit and Banking 5 (1973), S.806-818
- Friedman, M., "The Euro-dollar Market: Some First Principles", Morgan Guaranty Survey (Oktober 1969), S.4-14
- Fuhrmann, W., Das heimische Geld- und Kreditangebot einer Euro-Währung. Analyse anhand eines zweistufigen Mischgeldsystems. Kredit und Kapital 12 (Januar/März 1979), S.56-71
- Gaines, "Financial Innovations and the Efficiency of Federal Reserve Policy", in: George Horwich (Hrsg.), Monetary Process and Policy: A Symposium, Purdue University Monograph Series, Homewood, Illinois 1967, S.99-118
- Grauwe, de P., Die Entwicklung des Eurowährungsmarktes. Historische und institutionelle Merkmale. Finanzierung und Entwicklung 12 (September 1975), S.14-16
- Grünärml, F., Der Euro-Geldmarkt - ein Überblick, Wirtschaftswissenschaftliches Studium 2 (August/September 1973), S.382-387
- ders., Fünf Thesen zum gegenwärtigen Stand der Diskussion über die Bestimmungsgründe des starken Wachstums des Euro-Dollarmarktes (EDM), Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 194 (Juni 1979), S.225-235
- Guttentag, J., "The Strategy of Open-Market Operations", Quarterly Journal of Economics 80 (Februar 1966), S.1-30
- Harrod, R., "The Eurodollar Market and the Balance of Payments", Euromoney 1 (Oktober 1969), S.16-19

- Hauge, G., Changes in U.S. Regulations - Impact on the Markets, Euromoney (April 1973), S.25f
- Heinevetter, B., Liquiditätsschaffung und -vermittlung an den Eurowährungsmärkten und die Struktur des internationalen Bankensystems, Kredit und Kapital 12 (April/Juni 1979), S.221-243
- Hewson, J./Sakakibara, E., "The Effect of U.S. Commercial Bank Borrowing in the Eurodollar Market", The Journal of Finance 30 (September 1975), S.1101-1110
- Hölterhoff, V., Eurogeldmärkte - Instrumente des internationalen Liquiditätsausgleichs, Ifo-Schnelldienst 32, Heft 9, (23. März 1979), S.15-19
- Iklé, M., Die Struktur der westeuropäischen Geld- und Kapitalmärkte und ihre Entwicklung im Spannungsfeld USA - Europa, Außenwirtschaft 26 (Juni/September 1971), S.33-35, 157-179
- Imhof, E. P., "Einlagensicherung in den USA", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 33 (Januar 1980), S.57-58
- "Im Recycling der Öl-Überschüsse müssen neue Wege gefunden werden", Das Wirtschaftsstudium 9 (April 1980), S.160-161
- Internationale Finanzzentren, Der Multi-Milliarden-Markt. Über die Euromärkte im Allgemeinen und die Zentren in Luxemburg, Bahrein und Singapur, Das Wirtschaftsstudium 7 (Oktober 1978), S.469-471
- Junne, G., Der Eurogeldmarkt. Seine Bedeutung für Inflationsbekämpfung. Frankfurt, New York 1976
- Kapur, I., Die Finanzierung der Entwicklungsländer über die Euromärkte, Finanzierung und Entwicklung 14 (September 1977), S.32-35
- Kindleberger, Ch. P., Europe and the Dollar, Cambridge, Massachusetts, London 1966
- ders., International Economics, Homewood, Illinois, Irwin 1968
- Klopstock, F., "Euro-dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks", in: Essays in Domestic and International Finance, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1969, S.72-80

- ders., The Euro-dollar Market: Some Unresolved Issues. (Essays in International Finance 65). Princeton: Princeton University, International 68/2 Finance Section, 1968
- ders., "Money Creation in the Euro-dollar Market - A Note on Professor Friedman's Views", Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review 52 (Januar 1970), S.12-15
- ders., "The wiring of the Eurodollar Market", Euromoney (August 1970), S.16-20
- Knight, R.E., An Alternative Approach to Liquidity. Federal Reserve Bank of Kansas City, Monthly Review (Februar 1970), S.11-22; (April 1970), S.3-12
- Koehler, C., Geldwirtschaft. 1. Geldversorgung und Kreditpolitik. 2. veränd. Auflage, Berlin 1977. 2. Zahlungsbilanz und Wechselkurs. Berlin 1979
- Koszul, J.-P., Trends in Eurodollars, Euromoney (Januar 1970), S.28-33
- Kvasnicka, J., "Euro-dollars - An Important Source of Funds for American Banks", Federal Reserve Bank of Chicago, Business Conditions (Juni 1969), S.9-20
- Lee, B.E., The Euro-dollar Multiplier, The Journal of Finance 20 (September 1973), S.867-874
- Leimone, J., "The Euro-dollar Market: An Element in Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Atlanta, Monthly Review 53 (August 1968), S.1-8
- Liepmann, P., Geldtheoretische und geldpolitische Probleme des Eurodollarmarktes, Berlin 1971
- Little, J., "The Euro-dollar Market: Its Nature and Impact", Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review (Mai-Juni 1969), S.1-31
- Lutz, F.A., Eurowährungsmärkte. Transaktionen, Volumen, Zinsbildung, Kontrolle, statistische Erfassung. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft 130 (April 1974), S.193-224
- Machlup, F., "Euro-dollar Creation: A Mystery Story", Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review 94 (September 1970), S.219-260
- ders., "The Magicians and Their Rabbits", Morgan Guaranty Survey (Mai 1971), S.3-13

- Makin, J.H., Identifying a Reserve Base for the Euro-dollar System. The Journal of Finance 28 (Juli 1973), S.609-617
- Makowski, W., "The Euro-Dollar Market: Methods and Prospects", in: G.Reimann und E.Wigglesworth (Hrsg.), The Challenge of International Finance, New York 1966, S.161-196
- Martin Jr.W.McChesney, "Statement to Congress", Federal Reserve Bulletin 55 (September 1969)
- Massaro, V.G., "An Econometric Study of Euro-dollar Borrowing by New York Banks and the Rate of Interest on Euro-dollars: Comment", and Black, Stanley W. "Reply", Journal of Finance 27 (September 1972), S.927-932
- Mastrapasqua, F., U.S. Bank Expansion Via Foreign Branching: Monetary Policy Implications. New York University, Graduate School of Business Administration, Institute of Finance, Bulletin 87/88, New York 1973
- Mayer, H., Some Theoretical Problems Relating to the Euro-dollar Market. Essays in International Finance 79. Princeton: Princeton University, International Finance Section, 1970
- McKinnon, R.I., International Finance Section. Department of Economics. Princeton University. The Eurocurrency Market. Essays in International Finance 125. Princeton, N.J. 1977
- ders., Private and Official International Money: The Case for the Dollar (Essays in International Finance 74. Princeton 1969)
- Mendelsohn, M.S., How fast will the Pool grow now?, in: Euromoney (November 1972), S.8 und 10
- ders., "London's Many Money Markets", The Banker 117 (1967), S.421
- Menrad, S., Der Eurodollarmarkt als Instrument internationaler Geldschöpfung, Kredit und Kapital 9 (April/Juni 1976), S.-20-236
- Mikesell, R.F., "The Eurodollar Market and the US International Accounts", Euromoney 2 (Januar 1970), S.44-45
- ders., "Measuring the Size of the Eurodollar Market", Euromoney 1 (Oktober 1969), S.46-49
- Morris, F.E./Little, J.S., The Role of the Eurodollar, in: Herbert V.Prochnow (Hrsg.), The Changing World of Banking, New York 1974

- Mundell, R., "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", International Monetary Fund, Staff Papers 9 (März 1962), S.70-79
- Niehans, J./Hewson, J., "The Eurodollar Market and Monetary Theorie", Journal of Money, Credit and Banking 8 (Februar 1976), S.1-27
- Pandit, S.A., "The Asian Dollar and Free Gold Markets in Singapore", Finance and Development 8 (Juni 1971), S.32-36
- Peltzman, S., "The Banking Structure and the Transmission of Monetary Policy", Journal of Finance 24 (Juni 1969), S.387-411
- Peters, H., "Eurogeldmärkte: Entwicklung, Probleme und Perspektiven", Kredit und Kapital 13 (1980), S.402-409
- Petersen, H.-P., "Regulation Q" - Das Zinsreglement in den USA, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 26 (1973), S.176-178
- "Recent Monetary and Bank Credit Developments", Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review 53 (Mai 1971), S.99-103
- "Reserves Against Certain Foreign Deposits", Federal Reserve Bulletin 55 (August 1969), S.656-657
- Resler, D.H., "Does Eurodollar Borrowing Improve the Dollar's Exchange Value?" Federal Reserve Bank of St.Louis Review 61 (August 1979), S.10-16
- Robbins, S.M./Stobbaugh, R.B., Money in the Multinational Enterprise: A Study of Financial Policy, London 1974
- Roussakis, E.N., "Modelle im internationalen Bankwesen", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 33 (Januar 1980), S.50-56
- Ruffin, R., "An Econometric Model of the Impact of Open Market Operations on Various Bank Classes", Journal of Finance 23 (September 1968), S. 625-637
- Saunders, P., "American Banks in London's Eurodollar Market", National Banking Review 4 (September 1966), S.21-28

- Scott, I., The Euro-dollar Market and Its Public Policy Implications, Economic Policies and Practices, Paper Nr.12, Joint Economic Committee, Washington D.C. 1970
- Smith, W., "The Instruments of General Monetary Control", National Banking Review 1 (September 1963), S.47-76
- Swoboda, A., The Euro-dollar Market: An Interpretation. Essays in International Finance, Nr.64. Princeton University, International Finance Section 1968
- Schäfer, W., Der Euro-Dollarmarkt. Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Kieler Studien 120, Tübingen 1971
- ders., Grundzüge des Euro-Geldmarktes, Das Wirtschaftsstudium 3 (1974), S.111-115
- Schafer, W., "Misconceptions: The Eurodollar Market and the US Balance of Payment", Euromoney 2 (März 1970), S.42-43
- Schmitz, L., Die Entwicklung des Euromarktes seit 1973, Wirtschaftswissenschaftliches Studium 8 (Januar 1979), S.23-27
- Steib, St.B., The Demand for Euro-Dollar Borrowings by U.S. Banks, Journal of Finance 28 (1973), S.875-879
- Valentini, J.J./Hunt, L.H.II., "Euro-dollar Borrowing by New York Banks and the Rate of Interest on Euro-dollars: Comment", and Black, Stanley W. "Reply", Journal of Finance 27 (März 1972), S.130-135
- Wallich, H., "What Ever Became of the Balance of Payments?" Morgan Guaranty Survey (März 1970), S.6-14
- Williams, E., The Euro-dollar Market. Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland, Juni 1970
- Yeager, L., International Monetary Relations, New York 1966
- Young, R.A., Instruments of Monetary Policy in the United States: The Role of the Federal Reserve System, International Monetary Fund, Washington 1973
- Zumpfort, W.-D., Untersuchungen zum Wachstum des Eurodollarmarktes. Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Kieler Studien 142, Tübingen 1977
- Zweig, G., "Austrocknung" des Eurodollarmarktes, Sparkasse 90 (1973), S.176-180

Lebenslauf

Als drittes von sieben Kindern des kaufmännischen Angestellten Eugen Mall und seiner Ehefrau Waltraut geb. Viesel wurde ich am 1. Dezember 1949 in Sulzburg/Baden geboren.

Von 1956 bis 1969 ging ich in Ebingen/Württemberg, Wolfsburg und Reinbek zur Schule. Im Frühjahr 1969 absolvierte ich am mathematisch-naturwissenschaftlichen Zweig der Sachsenwaldschule Reinbek die Reifeprüfung.

Im Wintersemester 1969 begann ich mit dem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Universität Hamburg. Nach dem dritten Semester studierte ich Volkswirtschaft an der Universität Freiburg und der Freien Universität Berlin. Im Oktober 1974 bestand ich die Diplomprüfung für Volkswirte an der Universität Freiburg.

Vom Dezember 1974 bis zum April 1976 war ich als wissenschaftliche Hilfskraft am Institut für Finanzwissenschaft der Universität Freiburg bei Prof. Dr. A. Oberhauser tätig.

Im Sommersemester 1977 begann ich mit dem Studium der Medizin an der Universität Hohenheim. Nach dem zweiten Semester wechselte ich an die Universität Heidelberg. Seit dem Oktober 1975 bin ich als selbständiger Unternehmensberater tätig. Ich bin verheiratet und habe zwei Kinder.

